

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Stanovení hodnoty podniku pomocí vybraných metod
Valuation of the Company by Means of Selected Methods

Student:

Bc. Adéla Prachowská

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Aleš Kresta, Ph.D.

OSTRAVA 2014

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Adéla Prachowská**

Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**

Studijní obor: **6202T010 Finance**

Specializace: **00 Finance**

Téma: **Stanovení hodnoty podniku pomocí vybraných metod**
Valuation of the Company by Means of Selected Methods

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska oceňování podniku
 3. Charakteristika a analýza vybraného podniku
 4. Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku a komparace výsledků
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. USA: John Wiley & Sons, 2006. 696 s. ISBN 978-0471751212.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

MARÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Aleš Kresta, Ph.D.**

Datum zadání: 22.11.2013

Datum odevzdání: 25.04.2014

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne 25. dubna 2014



Adéla Prachovská

Poděkování

Tato práce byla vypracována s podporou projektu Příležitost pro mladé výzkumníky, reg. č. CZ.1.07/2.3.00/30.0016, podpořeného Operačním programem Vzdělávání pro konkurenceschopnost a spolufinancovaného Evropským sociálním fondem a státním rozpočtem České republiky.

Děkuji především panu Ing. Aleši Krestovi, Ph.D. za poskytnuté konzultace při přípravě mé diplomové práce.

Obsah

1	Úvod.....	5
2	Teoretická východiska oceňování podniku	6
2.1	Základy oceňování	6
2.1.1	Důvody pro oceňování	6
2.1.2	Předmět ocenění	6
2.1.3	Hodnota podniku	7
2.2	Postup při oceňování podniku	9
2.2.1	Sběr vstupních dat	9
2.2.2	Strategická analýza	9
2.2.3	Finanční analýza	11
2.2.4	SWOT analýza	23
2.2.5	Finanční plán	24
2.2.6	Vymezení volných peněžních toků	24
2.2.7	Náklady kapitálu	25
2.2.8	Metody oceňování podniku	28
2.2.9	Analýza citlivosti	34
3	Charakteristika a analýza vybraného podniku	36
3.1	Charakteristika společnosti	36
3.1.1	Historie společnosti	36
3.1.2	Současný vývoj	37
3.2	Strategická analýza	39
3.2.1	Analýza makroprostředí	39
3.2.2	Analýza mikroprostředí	44
3.2.3	Prognóza tržeb	48
3.3	Finanční analýza	49
3.3.1	Horizontální analýza	49
3.3.2	Vertikální analýza	52
3.3.3	Poměrová analýza	55
3.3.4	Pyramidový rozklad ukazatele rentability vlastního kapitálu	59
3.3.5	Zhodnocení finanční analýzy	61
3.4	SWOT analýza	63
4	Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku a komparace výsledků	64
4.1	Dlouhodobý finanční plán	64
4.1.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	64
4.1.2	Plánovaná rozvaha	69
4.1.3	Plánovaný výkaz cash flow	74
4.2	Stanovení nákladů kapitálu	76
4.3	Stanovení hodnoty podniku metodou DCF-Equity	77
4.3.1	Vymezení volných peněžních toků pro vlastníky	77
4.3.2	Stanovení hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF-Equity	78

4.3.3	Analýza citlivosti u metody DCF-Equity.....	78
4.4	Stanovení hodnoty podniku metodou EVA-Equity	80
4.4.1	Výpočet ukazatele EVA	80
4.4.2	Stanovení hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA-Equity	80
4.4.3	Analýza citlivosti u metody EVA-Equity	81
4.5	Zhodnocení a komparace dosažených výsledků	82
5	Závěr	84
	Seznam použité literatury	86
	Seznam zkratk.....	89
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	

1 Úvod

Problematika oceňování podniku bývá nejčastěji spojována s majetkovými transakcemi, jež vyvolávají potřebu stanovení hodnoty podniku. V souvislosti s pokračující globalizací světové ekonomiky a také vlivem ekonomické krize množství transakcí s podniky, a tím i potřeba ocenění, narůstá. Výsledkem ocenění podniku je konkrétní částka, která je platná pro účel, k němuž bylo ocenění zpracováno. Je však potřeba si uvědomit, že hodnota podniku jako jedinečného aktiva je ovlivňována celou řadou faktorů, a proto nelze hovořit o jediném univerzálně platném ocenění. Jelikož osoby zainteresované na transakci s podniky nemusí mít shodnou představu o výsledné částce, nebo nemají dostatek odborných znalostí pro stanovení hodnoty podniku, zabývají se touto problematikou zpravidla znalci a odhadci.

Znalost hodnoty podniku zaujímá rovněž důležitou roli v oblasti finančního řízení podniku, jelikož je důležitým podkladem pro řadu strategických rozhodnutí managementu, zejména co se týče otázky možného prodeje podniku.

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty společnosti FINIDR, s.r.o. k 1. 1. 2013 v souvislosti se vstupem nového společníka do společnosti. Ocenění bude provedeno prostřednictvím dvoufázových výnosových metod DCF a EVA na bázi equity, tzn., že bude zjišťována hodnota pro vlastníka společnosti.

Diplomová práce je rozdělena, mimo úvodu a závěru, do tří kapitol. Druhá kapitola je zaměřena na teoretická východiska oceňování podniku. V rámci této kapitoly jsou nejprve uvedeny důvody pro oceňování podniku a vysvětleny základní pojmy související s touto problematikou. Následně je blíže popsán doporučený postup při oceňování podniku a uveden přehled základních metod oceňování včetně jejich charakteristik. Závěr kapitoly je věnován vymezení volných peněžních toků, určení nákladů kapitálu a analýze citlivosti.

Úvod třetí kapitoly je věnován charakteristice společnosti FINIDR, s.r.o. Dále je zpracována strategická analýza, na jejímž základě je stanovena prognóza tržeb společnosti. Následně je pomocí finanční analýzy zhodnocena finanční situace společnosti. Výsledky strategické a finanční analýzy jsou v závěru kapitoly shrnuty pomocí SWOT analýzy.

Ve čtvrté kapitole je sestaven dlouhodobý finanční plán společnosti pro roky 2013 až 2017, jenž je podkladem pro ocenění společnosti pomocí výnosových metod. Následně je stanovena tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti FINIDR, s.r.o. pomocí dvoufázové metody DCF-Equity a EVA-Equity. U obou použitých metod je dále provedena analýza citlivosti na změnu vybraných vstupních parametrů. V závěru této kapitoly je provedeno zhodnocení a komparace dosažených výsledků.

2 Teoretická východiska oceňování podniku

Úvod této kapitoly je věnován teoretickému vymezení základních pojmů důležitých pro oblast oceňování. Následně je popsán obecný postup při oceňování podniku a jsou uvedeny metody, pomocí nichž je možno zjistit výslednou hodnotu podniku. V závěru kapitoly jsou vymezeny volné peněžní toky spolu s náklady kapitálu a také popsána citlivostní analýza.

Východími publikacemi použitými pro zpracování této kapitoly jsou Dluhošová (2008), Mařík a kol. (2011), Kislingerová (2001).

2.1 Základy oceňování

Oblast oceňování podniku dosud není v České republice upravena žádným jednotným zákonem či předpisem. Východiskem se pro oceňovatele stává především ekonomická teorie společně s vybranými ustanoveními zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku. Dalším zdrojem doporučení mohou být Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy nebo národní standardy některých zemí.

2.1.1 Důvody pro oceňování

Oceňování podniku bývá prováděno z nejrůznějších důvodů a lze jej využít k různým účelům. Za hlavní důvody proč podnik oceňovat uvádí Dluhošová (2010) poradenský, jenž podává informaci o maximální ceně pro kupujícího nebo minimální ceně pro prodávajícího, dále rozhodčí, díky němuž je možno nalézt v rámci řízení spravedlivou cenu z určitého rozpětí, nebo argumentační, jenž je podkladem pro jednání s druhou stranou. Z hlediska účelu ocenění je možno rozlišovat, zda má ocenění spojitost se změnou vlastnictví podniku či nikoliv. Pokud ocenění souvisí se změnou vlastnictví, může být prováděno za účelem koupě či prodeje podniku, vložení nepeněžitého vkladu do obchodní společnosti, emise akcií, nebo v souvislosti s fúzí či rozdělením společností. Ocenění pro případ, kdy nedochází k vlastnickým změnám, může být provedeno například při změně právní formy společnosti, při zastavení obchodního podílu, v souvislosti s poskytováním úvěru či sanací podniku.

2.1.2 Předmět ocenění

Pro účely ocenění je nezbytné přesné vymezení předmětu ocenění, tedy pojmu podnik. Dle původní právní úpravy, § 5 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., byl podnik definován jako „...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“ V souvislosti s nabytím účinnosti nového občanského zákoníku byl dosavadní pojem podnik nahrazen novým pojmem obchodní závod,

došlo tak nejen k terminologické, ale i věcné změně tohoto pojmu. Dle § 502 zákona č. 89/2012 Sb je obchodní závod „*organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla patří k jeho provozu.*“

Pro potřeby ocenění je vhodné definovat podnik spíše dle Kislingerové (2001, s. 10) jako „*funkční celek - entitu, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti a budoucnosti.*“ Toto vymezení respektuje stávající a zejména budoucí užitek, jenž má hlavní vliv na hodnotu podniku.

2.1.3 Hodnota podniku

Výsledek oceňování spočívá ve stanovení odhadu hodnoty podniku. Je potřeba si uvědomit, že hodnota podniku není jasně daná, ale je závislá na mnoha faktorech, jimiž může být například množství dostupných informací o podniku, zkušenosti oceňovatele, použitá metoda ocenění nebo rovněž specifika a potenciál daného podniku.

V rámci ocenění je důležité rozlišovat mezi pojmy cena a hodnota podniku. Cenou lze označit konkrétní částku, jež je výsledkem střetu nabídky a poptávky mezi kupujícím a prodávajícím v rámci daných okolností. Jedná se tedy o částku, která má být za podnik zaplacená, přičemž nemusí být plně respektována jeho skutečná hodnota. Hodnota podniku je dána užitky, jež jsou spojeny s vlastnictvím podniku k určitému časovému okamžiku. Měla by odrážet pravděpodobnou cenu, za kterou bude transakce s podnikem uskutečněna.

Existují dvě hladiny hodnoty podniku, a to hodnota brutto a hodnota netto. V případě ocenění podniku jako celku, tj. na úrovni vlastníků i věřitelů, je možno hovořit o brutto hodnotě. Netto hodnota představuje ocenění vlastního kapitálu podniku, jedná se tedy o hodnotu určenou pro jeho vlastníky.

V souvislosti s hodnotou podniku je možno rozlišit několik základních koncepcí oceňování podniku, a to tržní hodnotu, subjektivní hodnotu, objektivizovanou hodnotu a hodnotu založenou na přístupu Kolínské školy.

O tržní hodnotě lze hovořit v případě, pokud existuje dostatečně rozvinutý a fungující trh s podniky, popřípadě trh s podíly na vlastním kapitálu, na němž se utváří tržní cena. Jedná se tedy o ocenění z pohledu tržních subjektů. Dle Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS – International Valuation Standards) je možno tržní hodnotu definovat jako „*odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém*

marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“¹ Odhadnutou částkou se dle Maříka a kol. (2011) rozumí nejpříznivější rozumně dostupná cena jak pro kupujícího, tak pro prodávajícího. Z dané definice rovněž vyplývá, že pokud dojde ke změně podmínek, za nichž má být uskutečněna směna, odhadnutá hodnota se bude lišit. Stanovení hodnoty podniku na základě tržního ocenění je vhodné použít zejména v případě, kdy je podnik uváděn na burzu, nebo když chce vlastník odhadnout částku, za kterou by mohl být uskutečněn případný prodej podniku.

Subjektivní (investiční) hodnota podniku je založena na individuálních názorech účastníků transakce. Každý investor má totiž rozdílné preference, cíle a také očekávané užitky plynoucí z vlastnictví podniku. Subjektivní hodnotu pak lze chápat jako ocenění z hlediska konkrétního kupujícího. Mezinárodními oceňovacími standardy je tato hodnota definována jako „*hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva.*“² Subjektivní ocenění lze uplatnit v případě, pokud daný subjekt potřebuje zjistit výhodnost transakce či při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku.

Jelikož je prakticky nemožné určit nezávislou, objektivní hodnotu, byl proto zaveden pojem objektivizovaná hodnota. Tato hodnota je výsledkem ocenění v případě, pokud bývá zpracováváno profesionálními odhadci. Výpočet by měl být založen na všeobecně uznávaných datech, přičemž by měly být respektovány určité zásady a požadavky, aby mohla být zajištěna přezkoumatelnost i jinými znalci. O objektivizované hodnotě lze hovořit například v případě ocenění pro účely poskytnutí úvěru či při zjišťování současné reálné bonity podniku a také v ostatních případech, kdy je potřeba zajistit nezávislost ocenění.

Hodnota založená na přístupu Kolínské školy vychází z předpokladu, že se hodnota podniku může lišit podle účelu, jenž má ocenění plnit. Kolínská škola pracuje s funkcí poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou. Ve všech těchto případech je východiskem ocenění subjektivní hodnota konkrétního kupujícího a prodávajícího odvozená od cíle ocenění.

¹ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. PRAHA: Ekopress, 2011, str. 22

² MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. PRAHA: Ekopress, 2011, str. 26

2.2 Postup při oceňování podniku

Samotnému ocenění podniku předchází celá řada kroků, které jsou nezbytné k tomu, aby se oceňovatel důkladně seznámil s daným podnikem a na základě získaných informací byl schopen připravit relevantní podklady pro ocenění.

Ještě před zahájením procesu oceňování je nutno stanovit důvod, pro který se oceňování zpracovává a také vymezit kategorii hodnoty, jíž má být oceněním dosaženo. Tímto jsou určeny předpoklady pro výběr metody oceňování. Prvním krokem v rámci ocenění podniku je sběr vstupních dat, a to jak o podniku samotném, tak i o prostředí, v němž uskutečňuje svou činnost. Následně jsou získaná data podrobena strategické, finanční a SWOT analýze. V případě, že budou pro ocenění zvoleny výnosové metody, je potřeba na základě předchozích analýz sestavit finanční plán. Poté je možno přistoupit k samotnému ocenění podniku podle zvolených metod. Pro ověření správnosti získaného ocenění je vhodné kombinovat několik metod a provést syntézu dosažených výsledků spolu s formulací závěru ocenění.

2.2.1 Sběr vstupních dat

Základním předpokladem pro co nejvěrohodnější ocenění je získání dostatečného množství kvalitních dat. V první řadě se jedná o základní informace o podniku, mezi něž lze zařadit jeho název, právní formu, předmět podnikání či majetkovou a organizační strukturu. Nezbytná jsou také ekonomická data týkající se minulého, současného a očekávaného vývoje podniku. Většinu těchto dat lze získat z účetních výkazů či výročních zpráv. Jedná především o rozvahu, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow a přílohu.

Vstupní data by rovněž měla obsahovat informace o relevantním trhu, tedy podnikatelském prostředí, v němž se podnik pohybuje. Zde je důležité vymezit velikost, vývoj, konkurenční strukturu a atraktivitu tohoto trhu spolu s faktory, které jej ovlivňují. V úvahu je potřeba také vzít informace o odbytu a marketingu, které zahrnují například hlavní produkty, cenovou politiku, reklamu či výzkum a vývoj. Důležité jsou dále informace o charakteru výroby a výrobních kapacitách, technologiích, dodavatelích, odběratelích a v neposlední řadě i informace týkající se zaměstnanců podniku.

2.2.2 Strategická analýza

Po důkladném seznámení se s podnikem je nezbytné provést analýzu předpokladů jeho dalšího možného vývoje, jenž se bude promítat zejména ve velikosti podnikových tržeb. Jak uvádí Mařík a kol. (2011, s. 56) „*je hlavní funkcí strategické analýzy vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál podniku je závislý na potenciálu vnějším a na vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje.*“ Vnější potenciál je možno charakterizovat

příležitostmi a hrozbami, jimž podnik čelí v rámci podnikatelského prostředí, a které nemohou být činnostmi podniku ovlivněny. Kdežto vnitřní potenciál se týká pouze charakteristik daného podniku. Jedná se o jeho silné a slabé stránky, jimiž je podnik schopen čelit vnějšímu prostředí.

Postup strategické analýzy je možno shrnout do následujících kroků:

- analýza vývoje makroprostředí,
- analýza vývoje mikroprostředí,
- vymezení relevantního trhu,
- prognóza tržeb podniku.

Podstatným prvkem, jenž ovlivňuje úspěšnost každého podniku působícího na trhu, je vývoj celkového podnikatelského prostředí a ekonomické situace, tedy **makroprostředí**. Pomocí analýzy makroprostředí je možno zjistit, jak se vyvíjely a vyvíjejí podmínky, v nichž podnik působí a na základě jejich vývoje lze do jisté míry odhadnout, jak se dané podmínky budou vyvíjet v budoucnosti. Mezi oblasti ovlivňující makroprostředí podniku je možno zařadit především ekonomické, politické, technologické, sociální a demografické podmínky. Největší vliv na výkonnost podniku mají zejména ekonomické podmínky. Pozornost je v této oblasti zaměřena především na vývoj hrubého domácího produktu, míry inflace a nezaměstnanosti, úrokových sazeb, devizového kurzu, fiskální politiku apod. Odbornou predikcí těchto základních makroekonomických veličin se zabývá například Česká národní banka, díky čemuž má oceňovatel k dispozici dostatečně relevantní data.

V rámci analýzy **mikroprostředí** je pozornost zaměřena na vývoj odvětví národního hospodářství, do nějž podnik svou činností spadá. Jednou z možností, jak vymezit dané odvětví je využití klasifikace ekonomických činností CZ-NACE. Důležitým prvkem při analýze mikroprostředí je určení základních charakteristických znaků odvětví a odhad jeho dalšího vývoje. Dle Kislingerové (2001) je možno mezi základní charakteristické znaky odvětví zařadit citlivost na změny hospodářského cyklu, míru regulace ze strany státu a strukturu odvětví. Míra, v jaké je dané odvětví citlivé na změny hospodářského cyklu, umožňuje oceňovateli na základě prognózy makroekonomických veličin lépe odhadnout očekávané výnosy. Situace v odvětví může být také značně ovlivněna způsobem vládní regulace, a to např. prostřednictvím regulovaných cen či omezováním vstupu do odvětví prostřednictvím udělování licencí. Za klíčové faktory ovlivňující strukturu odvětví lze označit stávající a potencionální konkurenci, charakter dodavatelů a odběratelů, hrozbu substitučních výrobků, bariéry vstupu apod.

Na základě výsledků analýzy makroprostředí a mikroprostředí by měl oceňovatel získat dostatek informací, pomocí nichž bude schopen vymezit **relevantní trh**, a to jak z hlediska

věcného, územního, tak z hlediska jeho zákazníků a konkurentů. Dále by měl oceňovatel identifikovat klíčové faktory, které významně ovlivňují výkonnost podniku a odvětví a také odhadnout celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku.

Prognóza tržeb je pak výsledkem analýzy a prognózy relevantního trhu, analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku a rovněž analýzy časových řad tržeb oceňovaného podniku a jejich extrapolace (Mařík a kol., 2011).

2.2.3 Finanční analýza

Finanční analýza představuje jeden z nejdůležitějších nástrojů finančního řízení podniku, prostřednictvím něhož je možno komplexně vyhodnotit finanční situaci podniku a jeho výkonnost. Pro vedení podniku je nesmírně důležité odhalit příčiny, které stojí za úspěchem či neúspěchem podnikání, a také umět na ně včas reagovat a případně přijmout potřebná opatření vedoucí ke zlepšení ekonomické situace podniku. Znalost finanční situace podniku je rovněž nezbytným základem pro prognózu budoucího vývoje podniku. Z hlediska potřeb oceňování podniku je finanční analýza zdrojem poznatků pro plánování hlavních finančních veličin a stanovení celkové perspektivy podniku.

Vypovídací schopnost výsledků finanční analýzy je vhodné zvýšit nejen jejich porovnáním s žádoucími veličinami danými normou nebo plánem, ale především také s ukazateli srovnatelných podniků v určitém časovém období.

Závěry finanční analýzy je možno využít jak při získávání finančních zdrojů, tak při stanovení optimální finanční struktury, při alokaci volných peněžních prostředků, při poskytování obchodních úvěrů či při rozdělování zisku apod. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013). Spektrum uživatelů informací týkajících se finanční situace podniku je velmi různorodé. Můžeme mezi ně zařadit vlastníky, investory, věřitele, obchodní partnery a v neposlední řadě také stát, konkurenty či zaměstnance. Každá z těchto skupin uživatelů má vlastní specifický zájem na finančním zdraví daného podniku.

Důležitým východiskem pro zajištění co nejvyšší věrohodnosti finanční analýzy jsou kvalitní zdroje informací. Možnosti přístupu k podnikovým informacím se liší podle toho, zda je analýza zpracovávána externím či interním analytikem. Základní data o podniku je možno získat z výkazů finančního účetnictví, zejména tedy účetní závěrky, jejíž součástí je rozvaha, výkaz zisku a ztráty, přehled o změnách vlastního kapitálu, příloha a případně výkaz cash flow. Tyto výkazy bývají považovány za externí zdroj informací, jelikož slouží převážně potřebám externích uživatelů. Naopak za mnohem detailnější informace, avšak interního charakteru, lze označit například nejrozličnější statistiky produkce, odbytu, zaměstnanosti, normy či interní

směrnice a dále zprávy a komentáře manažerů nebo vedoucích pracovníků. Další zdroje doplňkových informací mohou představovat různé ekonomické statistiky, burzovní zpravodajství, odborné prognózy či nezávislá hodnocení.

Metody používané v rámci finanční analýzy lze dle Dluhošové (2008) rozdělit do dvou hlavních skupin, a to na metody deterministické a metody matematicko-statistické. Do skupiny deterministických metod náleží analýza trendů (horizontální analýza), analýza struktury (vertikální analýza), poměrová analýza, analýza soustav ukazatelů a citlivostní analýza. Tyto metody je možno, i díky jejich nenáročnosti na výpočet, označit za standartní nástroje finanční analýzy a jsou používány zejména pro analýzu vývoje a odchylek pro menší počet období. Metody matematicko-statistické jsou využívány k posouzení determinantů a faktorů vývoje a také k určení vazeb a závislostí mezi určitými veličinami. Tato skupina metod je založena na analýze delších časových řad a lze do ní zařadit regresní analýzu, diskriminační analýzu, analýzu rozptylu a testování statistických hypotéz.

Pro potřeby této diplomové práce budou použity deterministické metody, a to analýza trendů, analýza struktury, poměrová analýza a analýza soustav ukazatelů. Tyto metody proto budou dále podrobněji charakterizovány.

2.2.3.1 Horizontální analýza

Prostřednictvím horizontální analýzy je možno sledovat vývoj jednotlivých položek účetních výkazů během určitého časového období a následně tak určit dlouhodobé trendy ve vývoji důležitých položek. Změny vykazovaných dat, nejčastěji oproti minulému účetnímu období, lze stanovit pomocí indexů a diferencí. Indexy slouží k určení relativní změny zkoumané položky a vyjadřují, o kolik procent se daná položka změnila ve srovnání s předchozím obdobím. Dle Kislingerové a Hnilicy (2008) lze relativní změnu matematicky vyjádřit následujícím vzorcem

$$I_{t/t-1}^i = \frac{B_i(t) - B_i(t-1)}{B_i(t-1)} \cdot 100, \quad (2.1)$$

kde $I_{t/t-1}^i$ je relativní změna i -té položky oproti předchozímu období, B_i je hodnota i -té položky, t je běžný rok, $t-1$ označuje předchozí rok.

Prostřednictvím diferencí lze zjistit, o kolik se jednotlivé položky změnil v absolutní výši. Výpočet absolutní změny je dán následujícím vzorcem

$$D_{t/t-1} = B_i(t) - B_i(t-1), \quad (2.2)$$

kde $D_{t/t-1}$ je absolutní změna oproti minulému období.

2.2.3.2 Vertikální analýza

Účelem vertikální analýzy je stanovit, jakou měrou se jednotlivé položky účetních výkazů podílejí na zvoleném základu. Jako základ pro procentní vyjádření je v případě rozvahy brána celková bilanční suma a u výkazu zisku a ztrát se nejčastěji jedná o velikost tržeb. Pro výpočet procentního podílu lze dle Kislingerové a Hnilicy (2008) využít následující vztah

$$P_i = \frac{B_i}{\sum B_i}, \quad (2.3)$$

kde P_i je procentní podíl i -té položky na zvoleném základu a $\sum B_i$ představuje sumu hodnot položek, které tvoří zvolený základ.

2.2.3.3 Poměrová analýza

Analýza poměrových ukazatelů bývá často označována za základ celé finanční analýzy. A to především proto, že umožňuje získat rychlý přehled o finanční situaci podniku a taktéž ji lze snadno využít k mezipodnikovému srovnání. Podstata poměrové analýzy spočívá v konstrukci poměrových ukazatelů, pomocí nichž jsou dávány do poměru absolutní hodnoty jednotlivých položek rozvahy, výkazu zisku a ztráty, popřípadě cash flow, mezi nimiž existují vzájemné vazby a souvislosti.

V praxi se lze setkat s rozřazením poměrových ukazatelů do určitých skupin, podle jednotlivých oblastí hodnocení finančního zdraví podniku. Nejčastěji se jedná o ukazatele rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity. V případě akciových společností, jejichž akcie jsou veřejně obchodovatelné, lze dále využít i ukazatele kapitálového trhu.

Ukazatele rentability

Sledování rentability neboli výnosnosti vloženého kapitálu, patří k nejvýznamnějším způsobům hodnocení podnikatelské činnosti. Rentabilitu je však potřeba posuzovat komplexně jak ve vztahu k platební schopnosti, tak finanční stabilitě podniku. Měření rentability spočívá v porovnání dosaženého zisku s výší podnikových zdrojů, kterých bylo k dosažení tohoto zisku potřeba vynaložit. Obecný vzorec pro výpočet rentability je možno vyjádřit následujícím zápisem

$$rentabilita = \frac{zisk}{vložený\ kapitál}. \quad (2.4)$$

Hodnoty rentability by měly vykazovat v čase rostoucí tendenci. Podle charakteru použitého zisku a formy vloženého kapitálu je možno rozlišovat několik modifikací ukazatelů rentability.

Rentabilitu aktiv lze dle Grünwalda a Holečkové (2007) označit za základní měřítko výnosnosti, jelikož poměruje dosažený zisk s celkovými aktivy vloženými do podnikání, a to bez ohledu na to, z jakých zdrojů byly financovány. Výsledná hodnota tohoto ukazatele udává, kolik Kč zisku je schopna vygenerovat jednotka vloženého majetku. Rentabilitu aktiv neboli produkční sílu podniku je možno určit dle vztahu

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva}, \quad (2.5)$$

kde *ROA* (Return on Assets) je rentabilita aktiv a *EBIT* představuje zisk před úroky a daněmi. Použitím EBIT v čitateli je možno měřit výkonnost podniku aniž by byla ovlivněna daňovými a úrokovými sazbami nebo strukturou kapitálu.

S ukazatelem *ROA* se lze setkat i v následující podobě

$$ROA = \frac{EAT + úroky(1 - t)}{aktiva}, \quad (2.6)$$

kde *EAT* je zisk po zdanění a *t* je sazba daně z příjmu. Tím, že je do čitatele zlomku dosazen zisk po zdanění navýšený o zdaněný úrok, je možno poměřit vložené prostředky nejen se ziskem, ale i s úroky, které plynou věřitelům za poskytnutý kapitál.

Celková výnosnost vlastních zdrojů je měřena pomocí ukazatele **rentability vlastního kapitálu**. Sledování rentability vlastního kapitálu je důležité pro vlastníky, tzn. akcionáře, společníky či jiné investory, kterým podává informaci, zda jim vložený kapitál přináší dostatečný výnos odpovídající podstoupenému riziku. Platí, že výnos plynoucí z kapitálu vloženého do podnikání by měl být vyšší, než výnos z alternativní formy investování. Rentabilitu vlastního kapitálu lze určit použitím následujícího vzorce

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní kapitál}, \quad (2.7)$$

kde *ROE* (Return on Equity) je rentabilita vlastního kapitálu.

Pomocí ukazatele **rentability dlouhodobých zdrojů** je možno vyjádřit efektivnost dlouhodobého investování, a to poměřením zisku před úroky a daněmi s dlouhodobým kapitálem podniku. Tento ukazatel bývá často využíván k mezipodnikovému srovnávání. Výpočet rentability dlouhodobých zdrojů má následující podobu

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + CZ_D}, \quad (2.8)$$

kde *ROCE* (Return on Capital Employed) je rentabilita dlouhodobých zdrojů, *VK* je vlastní kapitál a *CZ_D* představuje dlouhodobé cizí zdroje úročené.

Prostřednictvím ukazatele **rentability tržeb** je možno stanovit ziskovou marži podniku, která udává, kolik Kč zisku podnik získá z 1 Kč tržeb. Konstrukce tohoto ukazatele se může lišit v závislosti na pojetí zisku. Dle Dluhošové (2008) je pro mezipodnikové srovnání výhodnější dosadit do čitatele zisk před úroky a daněmi, čím je vyloučen vliv rozdílného úrokového zatížení cizího kapitálu jednotlivých podniků. Zisk před zdaněním je naopak možno využít pro potřeby vnitropodnikového řízení. Pokud je v čitateli použit čistý zisk, je výpočet rentability tržeb následující

$$ROS = \frac{EAT}{tržby}, \quad (2.9)$$

kde *ROS* (Return on Sales) je rentabilita tržeb.

Jako doplňkový ukazatel k rentabilitě tržeb je možno využít **rentabilitu nákladů**, jež udává, kolik Kč čistého zisku podnik obdrží vložení 1 Kč celkových nákladů. Hodnotu tohoto ukazatele lze stanovit jako

$$rentabilita\ nákladů = \frac{EAT}{celkové\ náklady}. \quad (2.10)$$

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Podnik pro financování svých aktivit obvykle nevyužívá pouze vlastní zdroje, ale zapojuje i zdroje cizí. Cizí zdroje však pro podnik představují určité riziko, jelikož podnik musí být schopen splácet své závazky bez ohledu na jeho aktuální finanční situaci. Na druhou stranu je pro podnik určitá míra zadlužení žádoucí, neboť náklady na cizí kapitál bývají v porovnání s náklady na kapitál vlastní nižší. Tato skutečnost je dána jednak tím, že úroky z cizího kapitálu snižují daňové zatížení podniku, hovoříme o tzv. daňovém štítu, také riziko pro vlastníka je vyšší než riziko věřitele, jelikož vlastník nemá výnos dopředu zaručen.

Za základní ukazatel finanční stability, jež souvisí se strukturou zdrojů financování, je možno označit **podíl vlastního kapitálu na aktivech** (Equity Ratio). Jak uvádí Dluhošová (2008), je tímto ukazatelem možno určit, do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastním kapitálem, tedy jak je finančně samostatný. Hodnota tohoto ukazatele by měla vykazovat rostoucí tendenci, nicméně příliš vysoké hodnoty mohou způsobit pokles výnosnosti vložených prostředků. Výpočet ukazatele se určí vztahem

$$\text{podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}}. \quad (2.11)$$

Ukazatel **finanční páky** souvisí se zvyšováním rentability vlastního kapitálu, a to díky zapojování cizích zdrojů do financování podniku. Čím vyšší je podíl cizích zdrojů, tím se finanční páka zvyšuje. Pákový efekt působí v případě, že je rentabilita cizích zdrojů vyšší, než úrok placený za použití cizích zdrojů. Finanční páku lze vyjádřit vztahem

$$\text{finanční páka} = \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.12)$$

Prostřednictvím ukazatele **stupně krytí stálých aktiv** je poměřován dlouhodobý kapitál se stálými aktivy, jež jsou představovány dlouhodobým hmotným a nehmotným majetkem. Na základě zlatého bilančního pravidla, by mělo platit, že dlouhodobý majetek by měl být kryt dlouhodobými zdroji. Hodnotu ukazatele lze určit dle následujícího vztahu

$$\text{stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{VK + CZ_D}{\text{stálá aktiva}}. \quad (2.13)$$

Pomocí ukazatele **celkové zadluženosti** je možno zjistit, jakou část bilanční sumy představují cizí zdroje. Sledování tohoto ukazatele je důležité zejména pro věřitele, neboť čím vyšší je podíl cizích zdrojů, tím pro ně roste riziko a požadují vyšší úrokovou sazbu. Zadluženost podniku nelze jednoznačně považovat za negativní jev, je potřeba ji hodnotit ve vztahu k celkové finanční situaci a schopnosti podniku splácet úroky. Celkovou zadluženost podniku lze určit vzorcem

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva}}. \quad (2.14)$$

Pokud se do čitatele zlomku dosadí hodnota dlouhodobých cizích zdrojů, je možno určit dlouhodobou zadluženost, dosazením krátkodobých cizích zdrojů se získá hodnota běžné zadluženosti.

Důležitým ukazatelem, který je nutno rovněž sledovat je **zadluženost vlastního kapitálu**, jehož prostřednictvím lze určit poměr mezi cizími a vlastními zdroji podniku. Jak uvádí Dluhošová (2008), u stabilních společností by se tato hodnota měla pohybovat mezi 80 až 120 %, velmi však závisí na postoji vlastníků k riziku. Zadluženost vlastního kapitálu se určí následujícím vztahem

$$\text{zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.15)$$

V souvislosti s využíváním cizích zdrojů při financování se lze setkat s ukazatelem **úrokového krytí**. Tímto ukazatelem je vyjádřena zadluženost podniku pomocí schopnosti splácet úroky. Hodnota ukazatele vyjadřuje, kolikrát je podnik schopen ze zisku před úroky a daněmi uhradit nákladové úroky. Za optimální je považována hodnota větší než 1. Úrokové krytí je možno vypočítat dle vzorce

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}} \quad (2.16)$$

Naopak prostřednictvím ukazatele **úrokového zatížení** lze určit, jakou část vytvořeného zisku nákladové úroky odčerpávají. Z konstrukce ukazatele vyplývá, že hodnota úrokového zatížení by měla být co nejnižší. Výši úrokového zatížení lze určit dle vzorce

$$\text{úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT} \quad (2.17)$$

Ukazatele likvidity

Pro zajištění fungování podniku je nezbytné, aby byl schopen řádně a včas dostát svým závazkům. Důležité je, aby určitá část majetku podniku byla vázána v podobě peněz, nebo v takové formě, která by umožňovala rychlou přeměnu na peníze. Likviditu je pak možno dle Sedláčka (2007, str. 66) definovat jako „*souhrn všech potenciálně likvidních prostředků, které má podnik k dispozici pro úhradu svých splatných závazků*.“ Prostřednictvím ukazatelů likvidity je poměřováno to, čím je podnik schopen platit s tím, co je povinen zaplatit. Při hodnocení likvidity je potřeba brát zřetel zejména na charakter činnosti podniku a odvětví, v němž působí.

Základním ukazatelem **celkové likvidity** lze vyjádřit míru, s jakou jsou oběžná aktiva schopna pokrýt krátkodobé cizí zdroje podniku. Ne všechna oběžná aktiva však přispívají k likviditě podniku, z tohoto důvodu je potřeba vyloučit zejména neprodejné zásoby či nedobytné pohledávky. Za optimální hodnoty tohoto ukazatele je možno považovat rozmezí 1,5 až 2,5. Vysoké hodnoty celkové likvidity mohou svědčit o zbytečně velké výši ČPK, naopak nízké hodnoty o financování dlouhodobého majetku krátkodobými cizími zdroji (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013). Celkovou likviditu lze určit dle vztahu

$$\text{celková likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}} \quad (2.18)$$

Problém s nedostatečnou likvidností zásob je možno odstranit pomocí ukazatele **pohotové likvidity**, kdy jsou v čitateli brány v úvahu pouze krátkodobé pohledávky

a krátkodobý finanční majetek, do nějž lze zařadit hotovost, peníze na běžném účtu, krátkodobé cenné papíry a peněžní ekvivalenty. Za optimální je považována pohotová likvidita v rozmezí 1 až 1,5. Výpočet pohotové likvidity je určen vzorcem

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{kr. pohledávky} + \text{kr. fin. majetek}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}. \quad (2.19)$$

Schopnost podniku hradit své krátkodobé závazky pouze pomocí pohotových platebních prostředků je možno vyjádřit prostřednictvím ukazatele **okamžité likvidity**, jenž je dán následujícím vzorcem

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotov. platební prostředky}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}. \quad (2.20)$$

Krátkodobou finanční stabilitu podniku je možno také charakterizovat pomocí ukazatele **čistého pracovního kapitálu**, kterým je vyjádřeno, jaká část oběžných aktiv může být po splacení krátkodobých závazků použita k realizaci podnikatelské činnosti. Jedná se o tu část oběžného majetku, která je kryta dlouhodobým kapitálem. K zajištění likvidity podniku je potřeba, aby oběžná aktiva převyšovala objem krátkodobých závazků, jelikož část oběžného majetku může být v podniku vázána trvale. V takovém případě se jedná o překapitalizování podniku. O podkapitalizaci podniku lze hovořit v případě, kdy se krátkodobý kapitál podílí na financování dlouhodobých aktiv. Výši čistého pracovního kapitálu lze určit dle vzorce

$$\text{ČPK} = OA - CZ_K, \quad (2.21)$$

kde OA jsou oběžná aktiva a CZ_K jsou krátkodobé cizí zdroje.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity jsou využívány pro sledování vázanosti kapitálu v jednotlivých formách majetku. Tyto ukazatele je možno zkonstruovat ve dvou podobách, a to jako dobu obratu nebo počet obrátek jednotlivých položek aktiv, popřípadě pasiv. Dobou obratu je vyjádřen počet dní, za který proběhne přeměna daného majetku na peněžní prostředky. Kdežto počtem obrátek lze zjistit, kolikrát se určitá položka majetku obrátí za stanovený interval.

Intenzitu, s jakou podnik využívá veškerá svá aktiva, lze sledovat pomocí ukazatele **obrátky aktiv**. Tímto ukazatelem je určen počet obrátek aktiv podniku za jeden rok. K tomu, aby byla aktiva využita co nejefektivněji, je žádoucí, aby hodnota tohoto ukazatele byla co nejvyšší. Výpočet obrátky aktiv je dán vzorcem

$$\text{obrátka aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}. \quad (2.22)$$

Obdobným způsobem je možno zkonstruovat i další ukazatele obrátky zásob, pohledávek či závazků, a to dosazením jednotlivých těchto položek do jmenovatele.

Ukazatelem **dobu obratu aktiv** lze vyjádřit, za jakou dobu nastane přeměna majetku podniku ve vztahu k tržbám. Optimální je, aby v čase docházelo ke snižování hodnoty tohoto ukazatele. Jak uvádí Dluhošová (2008, s. 83) „*hodnota je určena obratem fixního a pracovního kapitálu, čím je podíl fixních aktiv vyšší, tím je hodnota ukazatele vyšší.*“ Výpočet je dán následujícím vzorcem

$$\text{doba obratu aktiv} = \frac{\text{aktiva}}{\text{tržby}} \cdot 360. \quad (2.23)$$

Pomocí ukazatele **dobu obratu zásob** je možno stanovit průměrný počet dnů, po který jsou zásoby vázány v podniku, než nastane okamžik jejich spotřeby či prodeje. Pro podnik je důležité, aby udržoval pouze provozně potřebnou výši zásob, s níž by nebyla narušena plynulost výroby, a zároveň nebyly spojeny dodatečné náklady na skladování. Čím je hodnota tohoto ukazatele nižší, tím je řízení zásob efektivnější. Doba obratu zásob je možno určit vztahem

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}} \cdot 360. \quad (2.24)$$

Dalším ukazatelem, a to **dobou obratu pohledávek**, lze určit lhůtu, která průměrně uplyne od okamžiku vzniku pohledávky až do okamžiku její úhrady odběratelem. Doba, po kterou musí podnik čekat na úhradu pohledávek, by měla být kratší, než doba splatnosti faktur. Jinak by to znamenalo, že odběratelé neplatí včas a podnik by měl uvažovat o opatřeních vedoucích ke zlepšení platební kázně odběratelů. Doba obratu pohledávek má významnou roli také při řízení platební schopnosti podniku. Hodnota ukazatele je dána vzorcem

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}} \cdot 360. \quad (2.25)$$

Dobou obratu závazků je vyjádřena platební morálka podniku vůči dodavatelům. Jedná se o dobu, za kterou podnik průměrně uhradí své závazky z obchodních vztahů. Pro podnik je samozřejmě výhodnější, co nejdelší dobu obratu závazků, nicméně hodnota tohoto ukazatele by měla být v čase stabilní. Doba obratu závazku lze vypočítat pomocí následujícího vzorce

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky}}{\text{tržby}} \cdot 360. \quad (2.26)$$

Porovnáním doby obratu pohledávek s dobou obratu závazků získává podnik informaci o své platební schopnosti. Obecně by mělo platit, že doba obratu pohledávek by měla být nižší než doba obratu závazků. V tomto případě má podnik zajištěno, že inkaso jeho pohledávek bude předcházet úhradě jeho závazků.

2.2.3.4 Pyramidový rozklad finančních ukazatelů

Podstata hodnocení finanční situace podniku pomocí pyramidové soustavy ukazatelů spočívá v postupné dekompozici vrcholového (syntetického) ukazatele na skupinu dílčích (analytických) ukazatelů, mezi nimiž existují vzájemné funkční závislosti. Tímto způsobem je možno kvantifikovat a rozebrat faktory, které se promítají ve změnách vrcholového ukazatele.

Změna vrcholového ukazatele je obecně určena jako součet vlivů jednotlivých dílčích ukazatelů dle vztahu

$$\Delta y_x = \sum_i \Delta x_{a_i}, \quad (2.27)$$

kde x je analyzovaný ukazatel, Δy_x je přírůstek vlivu analyzovaného ukazatele, a_i je dílčí vysvětlující ukazatel, Δx_{a_i} je vliv dílčího ukazatele a_i na analyzovaný ukazatel x .

V rámci pyramidové soustavy mohou mezi jednotlivými analytickými ukazateli existovat nejčastěji dva typy vazeb, a to aditivní nebo multiplikativní vazby. V případě aditivní vazby je vrcholový ukazatel dán součtem dílčích ukazatelů dle vztahu

$$x = \sum_i a_i = a_1 + a_2 + \dots + a_n. \quad (2.28)$$

Vliv dílčích ukazatelů při existenci aditivní vazby je možno určit podle poměru změny ukazatele na celkové změně ukazatelů následujícím vztahem

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot \Delta y_x. \quad (2.29)$$

Multiplikativní vazbu lze vyjádřit pomocí následující souvislosti mezi vrcholovým a dílčími ukazateli

$$x = \prod_i a_i = a_1 \cdot a_2 \cdot \dots \cdot a_n. \quad (2.30)$$

K vyčíslení vlivů analytických ukazatelů je v případě multiplikativních vazeb potřeba použít speciální metody, jimiž jsou metoda postupných změn, metoda rozkladu se zbytkem, metoda logaritmická či metoda funkcionální. Dle Dluhošové (2008) se při vyčíslení vlivu u prvních dvou metod vychází z předpokladu, že změna jednoho z ukazatelů neovlivní hodnoty ukazatelů ostatních. Kdežto v případě metody logaritmické či funkcionální dochází k současné změně všech ukazatelů při vysvětlení jednotlivých vlivů.

U **metody postupných změn** lze obecně pro jakoukoliv řadu ukazatelů vyčíslit vliv dle vztahu

$$\Delta x_{a_i} = \prod_{j < i} a_{j,0} \cdot \Delta a_i \cdot \prod_{j > 1} a_{j,1} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \quad (2.31)$$

kde $\Delta x = x_1 - x_0$. Za výhodu této v praxi velmi používané metody lze považovat jednoduchý výpočet a bezezbýtkový rozklad. Výsledek této metody je však závislý na pořadí ukazatelů ve výpočtu, z tohoto důvodu je potřeba zachovávat při různých analýzách stejné pořadí ukazatelů.

Pomocí **metody rozkladu se zbytkem** jsou vlivy vyčísleny tak, že vzniká zbytková složka, jež je výsledkem kombinace změn více ukazatelů. Problémem však je jak rozdělit zbytky mezi vlivy. Výhodou této metody je, že výsledky jsou jednoznačné, jelikož nejsou ovlivněny pořadím ukazatelů. Obecně lze vliv dílčích ukazatelů vyjádřit jako

$$\Delta x_{a_i} = \Delta a_i \cdot \prod_{j \neq i}^n a_{j,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{n}, \quad (2.32)$$

kde zbytek $R = \Delta y_x - \Delta a_i \prod_{j \neq i}^n a_{j,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}$.

Další z metod, **metodu logaritmickou**, nelze využít v případě, má-li ukazatel zápornou či nulovou hodnotu, což vyplývá z podmínek nezápornosti logaritmů. Při aplikaci této metody nevzniká problém s pořadím, ani s existencí zbytků. Vztah pro vyčíslení vlivů dílčích ukazatelů lze určit dle vztahu

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{a_i}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x, \quad (2.33)$$

kde $I_x = \frac{x_1}{x_0}$ a $I_{a,i} = \frac{a_{i,1}}{a_{i,0}}$ jsou indexy analyzovaného a dílčích ukazatelů.

Při použití **metody funkcionální** jsou zachovány všechna pozitiva logaritmické metody, navíc je zde však odstraněn problém záporných indexů ukazatelů. Tato metoda je založena na diskrétních výnosech. Vliv dílčích ukazatelů lze při rovnoměrném dělení určit následovně

$$\Delta x_{a_i} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_i} \cdot \left(1 + \sum_{j \neq i} \frac{1}{2} \cdot R_{a_j} + \sum_{j \neq i} \sum_{\substack{k \neq i \\ k > j}} \frac{1}{3} \cdot R_{a_j} \cdot R_{a_k} + \sum_{j \neq i} \sum_{\substack{k \neq i \\ k > j}} \sum_{\substack{m \neq i \\ m > k}} \frac{1}{4} \cdot R_{a_j} \cdot R_{a_k} \cdot R_{a_m} + \dots \right) \Delta y_x, \quad (2.34)$$

kde R_{a_i} a R_{a_x} jsou diskrétní výnosy ukazatelů a_i a x .

V praxi je metoda pyramidového rozkladu velmi používaná při analýze příčin odchylek ukazatelů rentability, a to především u rentability vlastního kapitálu. Vývoj ukazatele ROE je ovlivněn ukazateli vyjadřujícími tvorbu produkční síly a také skupinou ukazatelů, jež zachycuje dělení dosaženého zisku. V první úrovni rozkladu lze hodnotu ukazatele ROE vyjádřit následujícím způsobem

$$ROE = \frac{EAT}{VK} = \frac{EAT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VK}, \quad (2.35)$$

kde $\frac{EAT}{T}$ je rentabilita tržeb, $\frac{T}{A}$ je obrátka aktiv a $\frac{A}{VK}$ je finanční páka.

Druhou úroveň rozkladu ROE je možno určit následovně

$$ROE = \frac{EAT}{VK} = \frac{EAT}{EBT} \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{EBIT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VK}, \quad (2.36)$$

kde $\frac{EAT}{EBT}$ znamená daňovou redukci zisku, $\frac{EBT}{EBIT}$ je úroková redukce zisku a $\frac{EBIT}{T}$ je provozní ziskové rozpětí.

Prostřednictvím daňové redukce lze určit část zisku, která zůstane podniku po úhradě daně ze zisku. Naopak úroková redukce vyjadřuje zatížení výsledku hospodaření nákladovými úroky. Vliv úrokové redukce zisku a finanční páky na ROE je protichůdný, jelikož zvýšení podílů cizích zdrojů způsobí na jedné straně snížení úrokové redukce, na straně druhé však dochází k růstu ukazatele finanční páky. Společný vliv těchto ukazatelů lze vyjádřit pomocí součinu těchto ukazatelů, jenž je označován jako ziskový účinek finanční páky. Pokud je ziskový účinek finanční páky vyšší než jedna, pak má zapojování cizích zdrojů pozitivní vliv na ROE (Grünwald a Holečková, 2007).

2.2.3.5 Predikční modely

Jeden z dalších možných způsobů posouzení finanční situace podniku představují predikční modely, jejichž podstata spočívá v souhrnném zhodnocení finančního úrovně podniku a její predikci. Účelem těchto modelů je snaha o včasné odhalení příčin nestability podniků, které by mohly signalizovat blížící se bankrot. Při konstrukci těchto modelů se vychází ze souboru několika klíčových poměrových finančních ukazatelů, jejichž hodnoty byly sledovány na vzorku vybraných existujících podniků, u nichž byl či nebyl vyhlášen úpadek.

Na základě analýzy statistické závislosti mezi těmito ukazateli pak byly identifikovány symptomy možného zhoršení finanční situace. V praxi bývá nejčastěji každému podniku zpravidla přiřazeno skóre, na jehož základě je možno hodnotit pravděpodobnost bankrotu.

Predikční modely je obecně možno rozčlenit do dvou základních skupin, a to na modely bankrotní a modely bonitní. Podstata bankrotních modelů spočívá v hodnocení možnosti úpadku podniku. Příkladem těchto modelů může být Altmanův, Taflerův či Beaverův model. Možnost zhoršení finanční situace podniku lze odhadnout pomocí bonitních modelů. Do této skupiny je možno zařadit Tamariho model, Kralickuv Quick-test či Rychlý test.

Pro podmínky českého prostředí byl k posouzení finanční výkonnosti vyvinut model manželů Neumaierových s názvem Index IN. Tento model prošel od svého vzniku řadou aktualizací za účelem zvýšení úspěšnosti detekce hrozby bankrotu. Index IN05 obsahuje standartní ukazatele z oblasti aktivity, zadluženosti, výnosnosti a likvidity, kdy každému ukazateli je přiřazena váha odrážející jeho významnost. Tento index bude použit v rámci praktické části diplomové práce a jeho výslednou hodnotu je možno určit dle vztahu

$$IN05 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{\dot{U}} + 3,97 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{V\dot{Y}N}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KB\dot{U}}, \quad (2.37)$$

kde A jsou aktiva, CZ cizí zdroje, \dot{U} nákladové úroky, $V\dot{Y}N$ jsou celkové výnosy, OA jsou oběžná aktiva, KZ krátkodobé závazky a $KB\dot{U}$ jsou krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci.

Hodnota indexu větší než 1,6 představuje podniky s uspokojivou finanční situací, naopak hodnota nižší než 0,9 znamená podnik s finančními problémy. Podniky nacházející se v intervalu mezi 0,9 až 1,6, lze označit za podniky v tzv. šedé zóně, které nelze jednoznačně považovat za zdravé ani problémové.

2.2.4 SWOT analýza

Výsledky strategické a finanční analýzy je možno shrnout pomocí SWOT analýzy, jež charakterizuje klíčové faktory ovlivňující strategické postavení podniku. Na základě závěrů předchozích analýz jsou identifikovány hlavní silné a slabé stránky podniku (ang. strengths, weaknesses), které jsou konfrontovány s hlavními vlivy z okolí podniku, tj. příležitostmi a ohroženími (ang. opportunities, threats). Přínos SWOT analýzy spočívá zejména ve snaze rozvíjet silné stránky podniku a naopak potlačovat stránky slabé. Podnik musí být rovněž schopen reagovat na potenciální příležitosti a případné hrozby. Důležitým bodem SWOT analýzy je také zkoumání vlivů a vazeb mezi těmito vnitřními a vnějšími faktory. Výsledky SWOT analýzy mohou přispět k rozhodování při volbě či úpravách podnikové strategie.

2.2.5 Finanční plán

Sestavení finančního plánu je nezbytným předpokladem pro ocenění podniku zejména při použití některé z výnosových metod. Finanční plánování zaujímá v systému řízení podniku zcela klíčovou roli, jelikož vytváří předpoklad pro zajištění finančního zdraví a dlouhodobé stability podniku. Role finančního plánování spočívá jednak ve stanovení cílů, jichž chce podnik dosáhnout, a dále v zajištění prostředků, které jsou nezbytné k dosažení těchto cílů. Informace nezbytné pro finanční plánování pocházejí zejména z vnitřních zdrojů podniku, jimiž jsou nejčastěji účetní informace z předchozích účetních období. V úvahu je však potřeba brát i informace týkající se současného a budoucího vývoje vnějšího prostředí podniku, jelikož i ty významně ovlivňují podnikový potenciál.

Konkrétní výstup finančního plánování představuje finanční plán, jenž bývá sestavován jako krátkodobý nebo dlouhodobý. Pro potřeby ocenění podniku je důležitý dlouhodobý finanční plán, jenž je koncipován zpravidla na období 3 až 5 let. Základní složky finančního plánu tvoří plánovaná rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow. Při sestavování finančního plánu se vychází z důkladné znalosti trhu, na jejímž základě lze sestavit plán odbytu a tržeb. Veškeré plánované činnosti podniku se následně projeví v plánovaných výsledcích hospodaření. Nezbytnou součástí finančního plánu je také plán dlouhodobého majetku, jednorázových kapitálových vstupů a plán potřeby finančních zdrojů. Jelikož mezi jednotlivými složkami finančního plánu existují vzájemné závislosti, je potřeba celý systém vybilancovat.

2.2.6 Vymezení volných peněžních toků

Volné peněžní toky (*FCF-Free Cash Flows*) představují klíčový prvek v rámci oceňování pomocí metod diskontovaných peněžních toků. Jak uvádí Dluhošová (2008, str.26) volné peněžní toky jsou chápány jako „*rozdíl mezi příjmy a výdaji, které jsou generovány majetkem podniku a vztahují se ke stanovenému druhu kapitálu.*“ Podle toho, komu jsou peněžní toky určeny, rozlišujeme volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele (*FCFF-Free Cash Flow to the Firm*), volné peněžní toky pro vlastníky (*FCFE-Free Cash Flow to the Equity*) a volné peněžní toky pro věřitele (*FCFD-Free Cash Flow to the Debt*).

Celkové volné peněžní toky FCFF označují veškeré peněžní toky do podniku jako celku. Tzn. toky, které jsou po zajištění rozvoje podniku k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Výši FCFF lze stanovit obecně dle vzorce

$$FCFF = FCFE + FCFD. \quad (2.38)$$

Volné peněžní toky pro vlastníky FCFE jsou tvořeny toky z provozní, investiční a finanční činnosti. Jedná se o tvorbu peněžních prostředků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. FCFE jsou určeny jako

$$FCFE = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV + S, \quad (2.39)$$

kde $\Delta\text{ČPK}$ je změna čistého pracovního kapitálu, INV jsou investice a S je rozdíl mezi čerpáním dluhu a splátkou dluhu.

Volné peněžní toky z pohledu věřitelů FCFD, jimiž mohou být například banky, jsou určeny následovně

$$FCFD = \text{úroky} \cdot (1 - t) - S, \quad (2.40)$$

kde S je saldo z pohledu banky, tedy rozdíl mezi inkasovanými splátkami a výdaji na poskytnuté dluhy.

Z výše uvedeného je možno odvodit vzorec pro výpočet peněžních toků z celkového kapitálu

$$FCFF = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV + \text{úroky} \cdot (1 - t). \quad (2.41)$$

V případě, že se jedná o nezadluženou firmu, kdy je celkový kapitál tvořen výlučně vlastním kapitálem, jsou volné peněžní toky vlastního kapitálu $FCFE_U$ rovny volným peněžním tokům celkového kapitálu $FCFF_U$, viz vzorec

$$FCFE_U = FCFF_U = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV. \quad (2.42)$$

2.2.7 Náklady kapitálu

Při použití výnosových metod oceňování představují náklady kapitálu diskontní míru, pomocí níž je možno stanovit současnou hodnotu očekávaných peněžních toků z investice. Náklady kapitálu je možno rovněž vyjádřit míru rizika, které je s danou investicí spojeno. Platí, že čím jsou peněžní toky rizikovější, tím vyšší je diskontní míra. Z pohledu investora lze náklady kapitálu označit za požadavek na výnosnost podniku, kdy nedochází k poklesu hodnoty pro investory. Naopak pro podnik náklady kapitálu znamenají cenu, kterou musí platit za poskytnutý kapitál.

Existují tři kategorie nákladů kapitálu, a to náklady cizího kapitálu, náklady vlastního kapitálu a průměrné vážené náklady kapitálu. Použití jednotlivých forem nákladů kapitálu se liší dle zvolené metody oceňování.

2.2.7.1 Náklady na cizí kapitál

Jak uvádí Dluhošová (2008), náklady cizího kapitálu představují úroky nebo kupónové platby, které je potřeba platit věřitelům. Náklady kapitálu jsou sníženy o úsporu z daní, která ze zapojení cizího kapitálu plyne. Výpočet je dán následujícím vzorcem

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.43)$$

kde i je úroková míra z dluhu.

2.2.7.2 Náklady na vlastní kapitál

Prostřednictvím nákladů na vlastní kapitál je vyjádřena očekávaná míra výnosnosti, kterou požadují vlastníci podniku. Platí, že vlastní kapitál představuje pro podnik nejdražší zdroj financování, a to z několika důvodů. Tím, že vlastník vkládá prostředky do podniku na neomezenou dobu, podstupuje mnohem vyšší riziko než věřitel, jelikož nemá předem zaručený výnos ze svého vkladu. Rovněž zde nepůsobí daňový štít jako v případě nákladových úroků.

V praxi je obtížné stanovit náklady na vlastní kapitál, jelikož se mohou v závislosti na očekávání jednotlivých investorů lišit. Existuje několik základních metod, pomocí nichž lze odhadnout náklady na vlastní kapitál. Jsou jimi metody vycházející z tržních dat (model oceňování kapitálových aktiv – CAPM a arbitrážní model oceňování – APM) a stavebnicový model, jenž je založen na použití účetních dat.

Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM (Capital Asset Pricing Model) lze považovat za výchozí model pro měření tržního rizika. Jedná se o model všeobecné rovnováhy na kapitálovém trhu, kdy mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Očekávaný výnos vlastního kapitálu je závislý na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a koeficientu beta.

Náklady na vlastní kapitál dle modelu CAPM-SML beta verze lze určit dle vztahu

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F], \quad (2.44)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia a $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia.

Bezriziková sazba R_F je odvozována od výnosu bezrizikového aktiva. Nejčastěji je pro stanovení bezrizikové sazby používán výnos do splatnosti státních dluhopisů s co nejdelší dobou do splatnosti.

Riziková premie trhu $[E(R_M) - R_F]$ měří dodatečný výnos, který by investoři požadovali, aby přesunuli své prostředky z bezrizikové investice do investice s průměrným

rizikem. Odhad rizikové premie je nejčastěji založen na historických datech. Nejprve je potřeba zjistit průměrné historické výnosy akcií a bezrizikových cenných papírů, následně je z rozdílu těchto hodnot vypočtena riziková premie.

Koeficient beta je parametr související s konkrétním podnikem. Odhad koeficientu beta je možno stanovit na základě regresní analýzy, kdy je zkoumána závislost výnosnosti podniku na výnosnosti trhu. Dále je možno při odhadu koeficientu beta vycházet z průměrné bety podobných podniků. V úvahu je však potřeba vzít zadluženost oceňované firmy, z tohoto důvodu je pro zadluženou firmu potřeba tento koeficient převést pomocí vztahu

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E} \right], \quad (2.45)$$

kde β^L je koeficient beta zadlužené firmy a β^U je beta koeficient nezadlužené firmy.

Poslední způsob určení koeficientu beta je odvozen z dat uváděných v účetnictví, kdy je pomocí regresní analýzy zkoumána závislost změny zisku firmy na změnách zisků na trhu, viz Damodaran (2006).

Arbitrážní model oceňování – APM (Arbitrage Pricing Model) je zvláštním případem modelu CAPM. Jedná se o vícefaktorový model, jenž zkoumá závislost výnosu daného aktiva na změně několika rizikových faktorů, a to jak makroekonomických, tak mikroekonomických. Model vychází z podmínky nemožnosti arbitráže, tzn., že žádný z investorů není schopen dosáhnout arbitrážního zisku, jelikož aktiva jsou na všech trzích oceněna stejně. Výhodou tohoto modelu je, že použitím více faktorů je možno odhadnout výnos aktiva s menší chybou. Model APM lze zapsat ve tvaru

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F], \quad (2.46)$$

kde β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru, $E(R_j)$ je očekávaný výnos j -tého faktoru.

Stavebnicový model je využíván v případě, pokud není daný kapitálový trh dostatečně rozvinut, což se projeví problémy při odhadu parametru beta. Riziková přírážka je zde dána součtem několika dílčích rizikových přírážek. V rámci České republiky je využíván model Ministerstva průmyslu a obchodu, jenž vychází z přírážky za podnikatelské riziko, přírážky za finanční stabilitu a přírážky za velikost podniku, viz www.mpo.cz.

2.2.7.3 Průměrné vážené náklady kapitálu

Průměrné vážené náklady kapitálu WACC (Weighted Average Cost of Capital) jsou dány kombinací nákladů různých forem kapitálu. Výpočet je možný pomocí vzorce

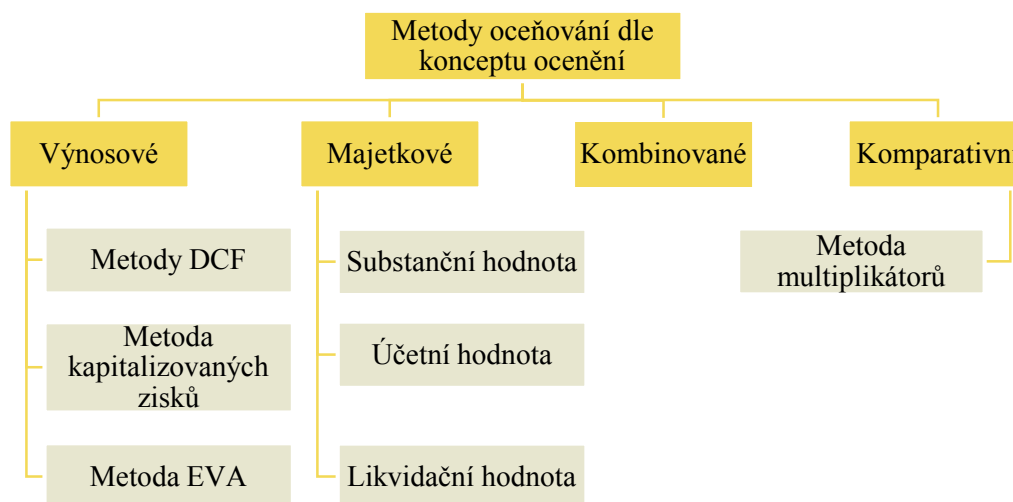
$$WACC = \frac{R_D \cdot (1 - t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.47)$$

kde t je daňová sazba, D je úročený cizí kapitál a E je vlastní kapitál.

2.2.8 Metody oceňování podniku

Existují dvě hlavní skupiny oceňovacích metod, a to metody členěné dle konceptu ocenění a dle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika. Pro účely diplomové práce budou podrobněji rozebrány metody oceňování podle metodického konceptu, v rámci něhož je možno rozlišit několik základních skupin metod, jedná se o metody výnosové, majetkové, kombinované a komparativní, viz obrázek 1. Je důležité si uvědomit, že výběr vhodné metody ocenění by měl respektovat účel a cíl ocenění a rovněž kategorii hodnoty, která má být oceněním získána.

Obrázek 1 Přehled metod oceňování podniku



Zdroj: Dluhošová, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*

2.2.8.1 Výnosové metody

Pro skupinu výnosových metod je charakteristické, že hodnota podniku je určena na základě očekávaných užiteků, tedy budoucích výnosů plynoucích investorům, které se převádějí na současnou hodnotu. Při aplikaci těchto metod je potřeba správně definovat budoucí výnosy, zvolit vhodný časový horizont a stanovit náklady kapitálu, jelikož tyto veličiny významně ovlivňují výslednou hodnotu podniku.

Metody diskontovaných peněžních toků (DCF – Discounted Cash Flows)

Tyto metody vycházejí z odhadu budoucích volných peněžních toků, které podnik generuje. Pro výpočet výnosové hodnoty lze rozlišit čtyři metody diskontovaných peněžních toků, které se liší jak definicí peněžních toků a nákladů kapitálu, tak zjištěnou hladinou hodnoty podniku. Jedná se o metodu DCF-Entity, metodu DCF-Equity, metodu DDM a metodu APV.

Metoda DCF-Entity je určena ke stanovení tržní hodnoty celkového kapitálu podniku. V rámci této metody se pracuje s volnými peněžními toky pro vlastníky i věřitele, které jsou diskontovány náklady celkového kapitálu. Hodnotu podniku jako celku lze zjistit pomocí obecného vzorce pro perpetuitu

$$V = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.48)$$

kde $FCFF$ jsou volné peněžní toky do firmy a $WACC$ je diskontní míra.

Při použití **metody DCF-Equity** se vychází z volných peněžních toků, které plynou pouze vlastníkům podniku. Diskontováním těchto peněžních toků náklady na vlastní kapitál je možno určit tržní hodnotu vlastního kapitálu, viz následující vzorec

$$H = \frac{FCFE}{R_E}, \quad (2.49)$$

kde $FCFE$ jsou volné peněžní toky pro vlastníky a R_E je diskontní míra.

Metoda DDM (Dividend Discount Model) představuje modifikaci modelů DCF, jelikož pracuje s dividendami jako užitek plynoucím akcionářům. Výsledkem této metody je tržní ocenění vlastního kapitálu. Pro aplikaci metody DDM je nezbytné, aby podnik uplatňoval stabilní dividendovou politiku a udržoval stabilní finanční páku. Základní výpočet hodnoty vlastního kapitálu je dán vzorcem

$$H = \frac{DIV}{R_E}, \quad (2.50)$$

kde DIV je očekávaná dividendy.

Další možno je výpočet pomocí tzv. Gordonova modelu, kdy je brán v úvahu konstantní růstu dividend. V tomto případě je propočet následující

$$H = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.51)$$

kde g je očekávaná míra růstu dividend.

Metoda APV (Adjusted Present Value) je určena k ocenění celkového kapitálu podniku. Při výpočtu se vychází z peněžních toků nezadlužené firmy, které jsou diskontovány náklady kapitálu nezadlužené firmy. Aby bylo zohledněno zadlužení firmy, je potřeba přičíst hodnotu daňového štítu, jenž je diskontován náklady dluhu. Hodnotu podniku jako perpetuitu lze zjistit takto

$$H = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.52)$$

kde R_U jsou náklady kapitálu nezadlužené firmy, TS je daňový štít a R_D jsou náklady dluhu.

Metoda kapitalizovaných zisků

Princip metody kapitalizovaných zisků spočívá ve výpočtu hodnoty vlastního kapitálu na základě současné hodnoty budoucích zisků. V rámci této metody se pracuje s tzv. trvale udržitelným ziskem. Jedná se o účetní zisk, který je upraven o řadu korekcí, jež spočívají například v úpravě odpisů o reálné opotřebení, vyloučení nákladů a výnosů, které nesouvisí s hlavní činností podniku či úpravě o metodické změny. Trvale udržitelný zisk je možno stanovit dle vzorce

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.53)$$

kde I představuje zisk minulých období upravený o korekce, w_t jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím a T je počet let zahrnutých do výpočtu.

Existují dvě základní varianty přístupu k ocenění, a to metoda paušální a metoda analytická. Paušální metoda je založena na analýze minulých zisků a jejich budoucí prognóze. U metody analytické je ocenění odvozeno z prognózy budoucích zisků, které se dále upravují o vliv financování. Hodnotu vlastního kapitálu podniku jako perpetuitu na bázi trvale udržitelného zisku lze zjistit pomocí vzorce

$$V = \frac{Z}{R_E}, \quad (2.54)$$

kde R_E je kalkulovaná úroková míra.

Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA-Economic Value Added)

Stanovení hodnoty podniku na bázi ukazatele EVA vychází z konceptu ekonomického zisku. Výkonnost podniku je běžně měřena ukazateli rentability, které však plně neodrážejí tvorbu hodnoty pro vlastníky. Z tohoto důvodu byl vytvořen koncept EVA, kdy jsou při

hodnocení výkonnosti podniku brány v úvahu jak náklady na cizí kapitál, tak také náklady na kapitál vlastní. Pouze v případě, pokud podnik vykazuje vyšší účetní zisk, než činí náklady na vložený kapitál, dochází k tvorbě ekonomického zisku, tedy hodnoty pro vlastníky. Ukazatel EVA je tak jedním z klíčových měřítek v oblasti finančního řízení, jež je orientováno na maximalizaci tržní hodnoty podniku.

Základní podoba vzorce pro výpočet EVA, označována také jako EVA-Entity, je dána rozdílem čistého provozního zisku po zdanění a nákladů kapitálu

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.55)$$

kde *NOPAT* (Net Operating Profit After Taxes) je čistý provozní zisk po zdanění a *C* je hodnota kapitálu vázaného v aktivech, která souvisí s provozní činností podniku.

Hodnotu ukazatele EVA je také možno vyčíslit na bázi tzv. hodnotového rozpětí, které představuje rozdíl mezi dosaženou rentabilitou a náklady na kapitál, viz vzorec

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.56)$$

kde *ROC* znamená výnosnost investovaného kapitálu.

Ukazatel EVA je dále možno vyjádřit na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí, tedy jako EVA-Equity. Výpočet je dán vzorcem

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E. \quad (2.57)$$

Kladná hodnota ukazatele EVA signalizuje růst bohatství pro vlastníky. Naopak negativní hodnota odráží pokles tohoto bohatství, jelikož podnik není schopen generovat ani minimální výnos, který požadují osoby poskytující kapitál.

Pro stanovení hodnoty podniku je možno použít ocenění jak na bázi EVA-Entity, tak EVA-Equity. Pokud je cílem získat hodnotu podniku jako celku, vychází se z hodnoty aktiv (*BV_A*) a tržní přidané hodnoty (*MVA*)

$$V_A = BV_A + MVA. \quad (2.58)$$

Obdobně pro zjištění hodnoty vlastního kapitálu je výpočet následující

$$V_E = BV_E + MVA, \quad (2.59)$$

kde *BV_E* je výchozí účetní hodnota vlastního kapitálu.

Tržní přidaná hodnota (*MVA*-Market Value Added) představuje rozdíl mezi tržní a účetní hodnotou firmy. Jedním z možných výpočtů *MVA* je výpočet založený na současné hodnotě budoucích EVA, viz vzorec

$$MVA = \sum_t^T EVA_t \cdot (1 + R)^{-t}, \quad (2.60)$$

Fázové metody oceňování

Výše uvedené způsoby výpočtu hodnoty podniku byly založeny na bázi perpetuity, kdy bylo předpokládáno stejné chování podniku po celé období. V praxi se zpravidla uplatňuje předpoklad neomezeného trvání podniku, tzv. going concern. Pro tak dlouhé období je prakticky nemožné odhadovat peněžní toky v jednotlivých letech. Z tohoto důvodu jsou používány fázové metody ocenění, jejichž podstata spočívá v rozdělení trvání firmy na jednotlivé fáze.

V aplikační části diplomové práce bude použita dvoufázová metoda, v rámci níž bude rozděleno trvání firmy do dvou fází. První fáze zahrnuje období, po které je možno poměrně přesně odhadnout peněžní toky. Po první fázi následuje bezprostředně druhá fáze, která trvá do nekonečna. Hodnotu podniku lze s použitím dvoufázové metody určit následovně

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.61)$$

kde V_1 je hodnota podniku za první fázi a V_2 je hodnota podniku za fázi druhou.

Hodnotu podniku za první fázi lze na základě plánovaných peněžních toků stanovit dle vzorce

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.62)$$

kde T je délka první fáze, FCF_t jsou volné peněžní toky a R_1 jsou náklady kapitálu v první fázi. Dosazením ukazatele EVA_t lze zjistit hodnotu podniku za první fázi na bázi ukazatele EVA.

Ve druhé fázi se pracuje s tzv. pokračující hodnotou (PH), která představuje hodnotu podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze. Za předpokladu konstantních nebo konstantně rostoucích peněžních toků ve druhé fázi je možno pokračující hodnotu vyjádřit jako

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2} \text{ nebo } PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}, \quad (2.63)$$

kde R_2 jsou náklady kapitálu ve druhé fázi a g je tempo růstu peněžních toků. Obdobným způsobem, a to dosazením ukazatele EVA_{T+1} , lze vyjádřit pokračující hodnotu pro ocenění pomocí ukazatele EVA.

Pokračující hodnotu je následně potřeba diskontovat k momentu ocenění

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}. \quad (2.64)$$

Výslednou hodnotu podniku na bázi volných peněžních toků lze vyjádřit následujícím vzorcem

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.65)$$

Pro výpočet hodnoty podniku na bázi ukazatele EVA lze využít následující vzorec

$$V = \sum_{t=1}^T EVA_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + PH \cdot (1 + R_1)^{-T} + BV_E. \quad (2.66)$$

2.2.8.2 Majetkové metody

Princip majetkového ocenění spočívá ve stanovení rozdílu mezi souhrnem jednotlivě oceněných položek majetku a sumou individuálně oceněných závazků. Výsledkem ocenění je zjištění majetkové podstaty podniku. Příkladem majetkových metod je metoda účetní, metoda substanční a metoda likvidační.

Stanovení hodnoty podniku prostřednictvím **účetní metody** je založeno na údajích vycházejících z rozvahy. Cílem je zjistit, za jakou částku byl majetek podniku skutečně pořízen. Při výpočtu je nejprve potřeba ocenit jednotlivé položky aktiv, závazků a dluhů. Hodnota vlastního kapitálu je následně určena jako rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou všech závazků a dluhů. Předností této metody je snadnost výpočtu, naopak nevýhodu lze spatřit zejména v její nízké vypovídací schopnosti, jelikož ocenění nevychází z tržních dat.

Nedostatky předchozí metody jsou částečně eliminovány použitím **substanční metody**, jelikož jsou k ocenění použity reprodukční pořizovací ceny, které odrážejí tržní podmínky. Rozlišujeme substanční hodnotu brutto a netto. Substanční hodnota brutto udává hodnotu znovupořízení aktiv a lze ji vypočítat jako rozdíl mezi aktuální reprodukční cenou majetku a jeho případným opotřebením. Pokud od této hodnoty odečteme hodnotu závazků a dluhů v reálných cenách, zjistíme substanční hodnotu netto.

Metoda likvidační hodnoty je uplatňována v případě, že dojde k ukončení činnosti podniku. Hodnota podniku je dána předpokládanými příjmy z likvidace, jež jsou značně ovlivněny možnostmi trhu vstřebat podnikový majetek, od nichž je potřeba odečíst výdaje na vyrovnání dluhů a na úhradu nákladů na likvidaci, viz Mařík a kol. (2011).

2.2.8.3 Komparativní metody

Ocenění prostřednictvím komparativních metod je založeno na odvození tržní hodnoty aktiv z informací o hodnotách aktiv srovnatelných podniků z hlediska výnosnosti, rizika a budoucí perspektivy. Tyto metody jsou využívány především u podniků, jejichž akcie jsou běžně obchodovány. Podstata ocenění spočívá ve stanovení multiplikátorů, jimiž jsou vyjádřeny rozdíly mezi vybranými ukazateli oceňované a srovnatelného podniku. Hodnotu podniku je možno stanovit dle obecného vzorce

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.67)$$

Pro stanovení hodnoty celkového kapitálu podniku lze pro výpočet použít jako multiplikátor například ukazatel MV/BV , který vyjadřuje poměr mezi tržní a účetní hodnotou srovnatelné firmy. Hodnota celkového kapitálu se určí následovně

$$V_E = MV/BV_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{účetní hodnota aktiv}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.68)$$

Použitím multiplikátoru P/E , který vyjadřuje poměr mezi tržní cenou akcie a ziskem připadajícím na akcii, je možno stanovit hodnotu vlastního kapitálu, viz vzorec

$$V_A = P/E_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{čistý zisk}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.69)$$

2.2.8.4 Kombinované metody

V rámci kombinovaných metod dochází k syntéze výsledků dříve uvedených metod, nejčastěji však výnosových a majetkových metod. Hodnotu podniku lze obecně určit jako vážený průměr použitých metod

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.70)$$

kde w_i je váha přiřazená jednotlivé metodě a V_i je hodnota vypočtená jednotlivou metodou, přičemž $w_i \in [0;1]$ a $\sum_i w_i = 1$.

2.2.9 Analýza citlivosti

Finanční plánování je vždy spojeno s určitou mírou nejistoty ohledně budoucího vývoje, z tohoto důvodu je vhodné provést analýzu citlivosti, jejíž podstata spočívá ve zjišťování dopadů změn vstupních parametrů na výslednou hodnotu ocenění podniku. Vliv jednotlivých vstupních parametrů lze zkoumat buď izolovaně, nebo společně, v tomto případě lze hovořit o analýze scénářů.

V případě použití metody DCF-Equity může nastat situace, kdy dojde ke změně dvou klíčových parametrů, a to volných peněžních toků FCFE a nákladů na vlastní kapitál R_E . Vliv současné změny obou vstupních parametrů lze vyjádřit následovně

$$V_{1+\alpha,1+\beta} = \sum_{t=1}^T (1+\alpha) \cdot FCFE_t \cdot [1 + R_{E,1} \cdot (1+\beta)]^{-t} + PH \cdot [1 + R_{E,1} \cdot (1+\beta)]^{-T}, \quad (2.71)$$

kde α představuje parametr změny FCFE a β je parametr změny nákladů na vlastní kapitál.

Při ocenění podniku metodou EVA, lze zkoumat citlivost ukazatele EVA na změnu EAT, vlastního kapitálu a nákladů na vlastní kapitál. Změna ukazatele EVA se následně projeví ve změně ocenění podniku. Analýzu citlivosti na změnu EAT lze vyjádřit dle vzorce

$$EVA_{1+\gamma} = \left[\frac{EAT \cdot (1+\gamma)}{E} - R_E \right] \cdot E, \quad (2.72)$$

kde γ je parametr změny EAT.

Vliv změny vlastního kapitálu na hodnotu ukazatele EVA lze vyjádřit jako

$$EVA_{1+\delta} = \left[\frac{EAT}{E \cdot (1+\delta)} - R_E \right] \cdot E \cdot (1+\delta), \quad (2.73)$$

kde δ je parametr změny vlastního kapitálu.

V případě vlivu změny nákladů na vlastní kapitál je hodnota ukazatele EVA dána

$$EVA_{1+\varepsilon} = \left[\frac{EAT}{E} - R_E \cdot (1+\varepsilon) \right] \cdot E \quad (2.74)$$

kde ε představuje parametr změny nákladů na vlastní kapitál.

3 Charakteristika a analýza vybraného podniku

Mezi první kroky v procesu oceňování podniku patří seznámení se s vybraným podnikem a podnikatelským prostředím, jímž je obklopen. Obsahem této kapitoly bude charakteristika vybraného podniku z hlediska předmětu činnosti, historie, vlastníků apod. V dalším kroku bude následovat strategická a finanční analýza podniku, kdy bude podnik zkoumán nejprve z hlediska vnitřních a vnějších faktorů, jímž je vystaven a následně bude analyzována jeho finanční situace.

3.1 Charakteristika společnosti

Tiskárna FINIDR, s.r.o. sídlící v Českém Těšíně je největším výrobcem knižních publikací v České republice a současně patří mezi přední výrobce knih v pevné a měkké vazbě v Evropě. Tiskárna již 20 let poskytuje komplexní tiskový servis špičkové kvality a za celou dobu své existence vytiskla již přes 200 milionů knih. Ročně zde 382 zaměstnanců vyrobí přes 20 milionů publikací, přičemž 80 procent produkce je určeno na export.

Předmětem podnikání společnosti FINIDR, s.r.o. jsou

- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona, obory činnosti živnosti jsou
 - realitní činnost, správa a údržba nemovitostí,
 - vydavatelské činnosti, polygrafická výroba, knihařské a kopírovací práce,
 - velkoobchod a maloobchod,
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví.

Stoprocentní podíl ve společnosti FINIDR, s.r.o. drží od prosince 2009 společnost DRAJAPRINT, a.s., jejímž jediným akcionářem je Ing. Jaroslav Drahoš, jednatel společnosti FINIDR, s.r.o. Základní kapitál společnosti FINIDR, s.r.o. k 31.12.2012 činil 32 170 000 Kč.

3.1.1 Historie společnosti

Společnost FINIDR, s.r.o. byla založena v červnu roku 1994 jako malá rodinná firma. Tisk knih tehdy v pronajatých prostorách obstarávalo 22 zaměstnanců. Již v této době byla značná část produkce exportována do Polska a Německa.

V průběhu času se tiskárna postupně rozšiřovala. V roce 1995 byly pořízeny nové tiskové stroje, které umožnily zdvojnásobit kapacitu tisku. S nárůstem výroby musela společnost FINIDR, s.r.o. na zakázkách spolupracovat i s dalšími partnery z celé Moravy. Kvůli vysokým nákladům na kooperaci a velké nespolehlivosti subdodavatelských firem si společnost v roce 1996 pronajala knihvazárnu v Ostravě, kterou později odkoupila. Pořízením kompletního technologického vybavení na knihařské zpracování došlo k uzavření výrobního cyklu tiskárny

a byly tím zároveň vytvořeny předpoklady pro následnou plnou soběstačnost. Po provedených stavebních úpravách v roce 1998 se obě části tiskárny přestěhovaly z pronajatých prostorů do nově upravených hal. Rok 1999 proběhl ve znamení stabilizace společnosti.

Zlomovým se stal rok 2000, kdy proběhly investice do modernizace zařízení, jež posunuly tiskárnu mezi největší společnosti v oboru a umožnily oslovit nové zákazníky. V roce 2001 následovala modernizace knihárny spolu se zavedením nového informačního systému. V dalším roce společnost odkoupila aktiva tiskárny Vimperk, a.s., a jelikož byl provoz této tiskárny neekonomický, došlo v Českém Těšíně k výstavbě nové haly, kam byl přesunut získaný výrobní park. Nákup nových výrobních zařízení dále pokračoval i v letech 2004 a 2005. K dalšímu zdvojnásobení výrobních kapacit došlo v roce 2006, kdy byla zahájena výstavba moderní haly. Současně opět probíhaly i investice do strojního vybavení, čímž došlo k opětovnému zvýšení kvality a rozšíření portfolia nabízeného sortimentu. Rok 2007 byl rokem, kdy společnost překonala hranici 100 milionů knižních výtisků.

Rok 2009 proběhl ve znamení snahy úspěšně překlenout období celosvětové krize úsilím o kvalitnější, rychlejší a levnější produkci. V letech 2011 a 2012 byl rozšířen strojový park tak, aby bylo vyloučeno případné omezení výrobních kapacit. Tiskárna FINIDR rovněž potvrdila kvalitu svých procesů získáním mezinárodního certifikátu UGRA, který patří mezi nejprestižnější oborová hodnocení kvality offsetového tisku PSO. Společnosti se rovněž podařilo získat dotaci v rámci projektu Vzdělávání v tiskárně FINIDR. Úspěšná realizace rozsáhlé investice do nejmodernějších tiskařských a knihařských strojů v řádech stovek milionů korun vedla v roce 2012 k výrobě již 20miliontější knihy.

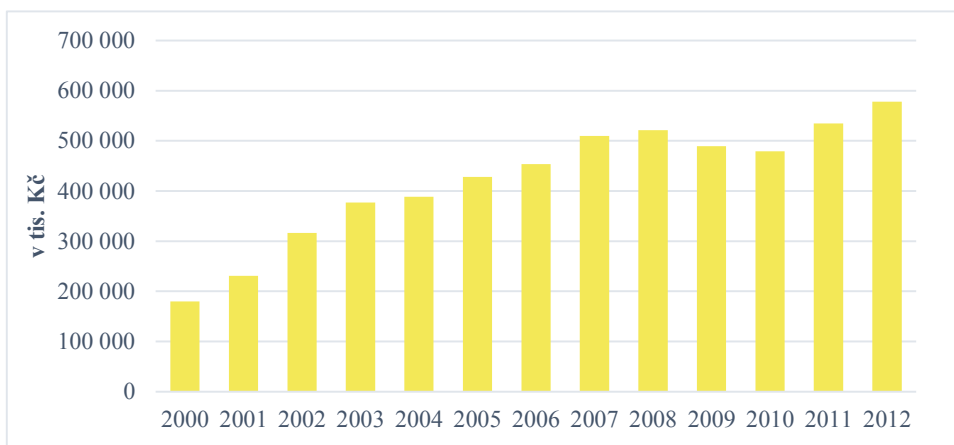
3.1.2 Současný vývoj

Poslední roky jsou ve znamení neustálého růstu tiskárny FINIDR s vůbec nejlepšími výsledky v celé její historii. Mimořádná kvalita a vysoká produktivita nově instalovaných strojů spolu s jasnou strategií by měly společnosti poskytnout prostor pro další růst a výrazně tak ovlivnit výsledky společnosti i v následujících letech. Cílem tiskárny FINIDR je být ve svém segmentu trhu lídrem nejen v rámci České republiky, ale i v celé Evropě.

Vývoj tržeb společnosti FINIDR, s.r.o. za prodej výrobků a služeb (dále tržby) od roku 2000 je zachycen v grafu 3.1. Jak je z grafu patrné, tržby společnosti rostly až do roku 2008, a to průměrným tempem okolo 15 %. Vysokých meziročních přírůstků tržeb, zejména na počátku sledovaného období, společnost dosáhla díky uskutečnění rozsáhlých investic, v rámci kterých došlo k rozšíření výrobních kapacit a společnost tak mohla oslovit další zákazníky. Nepříznivé ekonomické podmínky související s finanční a hospodářskou krizí se projeví na

tržbách společnosti FINIDR, s.r.o. v roce 2009, kdy došlo k prvnímu propadu tržeb v historii společnosti, a to o 6,1 %. Pokles tržeb společnosti následoval i v roce 2010, kdy tržby dále klesly o 2,1 %, a to zejména vlivem snížení domácí poptávky. Následující roky 2011 a 2012 již byly pro společnost ve znamení obnovy růstu tržeb především díky rozšíření obchodního spektra v západní Evropě.

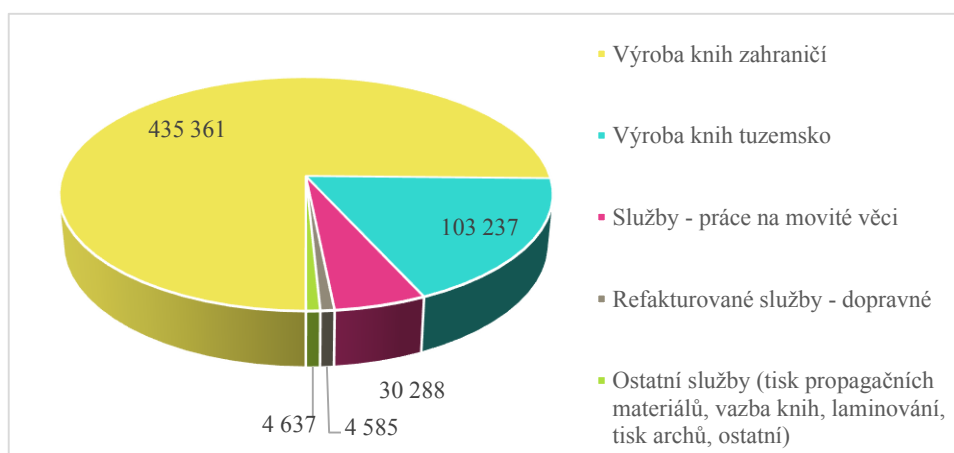
Graf 3.1 Vývoj tržeb za prodej výrobků a služeb v období let 2000 až 2012 (v tis. Kč)



Zdroj: Výroční zprávy společnosti

Struktura tržeb společnosti FINIDR, s.r.o. za prodej výrobků a služeb v roce 2012 je zachycena v grafu 3.2. Dlouhodobě největší podíl zaujímají tržby z prodeje knih v zahraničí, jelikož většina produkce společnosti je určena na export. Přibližně 20 % produkce knih je určeno na tuzemský trh. Společnosti plynou tržby rovněž z finální kompletace a balení výrobků společně s jejich dopravou. Ostatní služby, jako je například tisk propagačních materiálů, zaujímají jen nepatrnou část tržeb.

Graf 3.2 Struktura tržeb společnosti za prodej výrobků a služeb v roce 2012 (v tis. Kč)



Zdroj: Výroční zpráva společnosti za rok 2012

Tiskárna FINIDR exportuje přibližně 80 % své produkce. Hlavními odbytišti výrobků jsou západní trhy v čele s Německem, Francií, Velkou Británií a Nizozemím a dále Polsko, Slovensko, Rakousko, Belgie, Lucembursko, Švédsko či Finsko.

V uplynulých letech společnost FINIDR intenzivně pracovala také na tom, aby v Českém Těšíně, městě s dvoustletou polygrafickou historií, mohli zájemci o polygrafické řemeslo získat odborné vzdělání. Společně s vedením místní SŠ iniciovala vznik nového oboru polygrafie a projekt odborného oborového vzdělávání podporuje i tím, že školu vybavila po technické stránce. Praxe studentů probíhá v tiskárně a její klíčoví zaměstnanci polygrafii na SŠ osobně vyučují.

Tiskárna FINIDR se snaží angažovat také společensky a podporovat řadu výchovných a vzdělávacích aktivit od mateřských škol přes základní školství až po střední školy. Společenskou odpovědnost dává tiskárna FINIDR najevo také podporou celorepublikového projektu Celé Česko čte dětem, kterého se účastní již několik let.

3.2 Strategická analýza

Nezbytným předpokladem pro odhad celkového výnosového potenciálu podniku je provedení strategické analýzy, která je zaměřena na zhodnocení makroekonomických a mikroekonomických faktorů, jimž je podnik v rámci své existence vystaven. Tyto faktory jsou spojeny jednak s příležitostmi a hrozbami, jež vyplývají z podnikatelského prostředí, v němž se daný podnik pohybuje a rovněž se silnými a slabými stránkami, jimiž podnik disponuje. Závěry získané ze strategické analýzy budou použity k prognóze tržeb společnosti.

3.2.1 Analýza makroprostředí

V rámci analýzy makroprostředí jsou zkoumány vlivy, které podnik nemůže svou činností významně ovlivnit. Cílem analýzy makroprostředí je identifikovat faktory, které ovlivňují ekonomické výsledky podniku. Mezi hlavní makroekonomické veličiny lze zařadit tempo růstu hrubého domácího produktu, inflaci, nezaměstnanost, úrokové sazby a měnový kurz. U každého z těchto ukazatelů je charakterizován jeho minulý, současný a očekávaný budoucí vývoj. Symbolem (*) je označena budoucí predikce hodnoty.

Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt (HDP) je základním indikátorem celkového výkonu národního hospodářství. HDP představuje peněžní hodnotu všech statků a služeb, které byly nově vyprodukovány výrobními faktory v dané ekonomice za období jednoho roku. Vývoj reálného HDP za ČR a EU včetně predikce budoucího vývoje jsou uvedeny v tabulce 3.1.

Tabulka 3.1 Vývoj reálného HDP v ČR a v zemích EU (meziroční růst v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	2014*	2015*
HDP ČR	3,1	-4,5	2,5	1,8	-1,0	-1,1	2,2	2,8
HDP EU	0,4	-4,5	2,0	1,7	-0,4	0,1	1,6	N/A

Zdroj: czso.cz, cnb.cz, epp.eurostat.ec.europa.eu, ec.europa.eu

Vývoj HDP v ČR byl nepříznivě ovlivněn ekonomickou krizí, která zasáhla českou ekonomiku v posledním čtvrtletí roku 2008, kdy došlo k poklesu zahraniční poptávky a propadu hospodářského růstu vlivem recese v západoevropských zemích. Nepříznivý vývoj zahraniční poptávky na začátku roku 2009 vedl k dalšímu poklesu české ekonomiky, kdy reálný HDP meziročně poklesl o 4,5 %. Díky silné závislosti české ekonomiky na zahraniční poptávce klesaly vývozy a s tím i investice. Vlivem těchto okolností došlo v roce 2009 k prvnímu poklesu tržeb v historii společnosti FINIDR, s.r.o. Pokles tržeb společnosti pokračoval i v roce 2010, a to i přes to, že již docházelo k postupnému zotavování české ekonomiky. V úhrnu za celý rok byl HDP v meziročním srovnání vyšší o 2,5 %. Domácí ekonomika se vyvíjela obdobně jako ekonomiky zemí EU, což opět svědčí o tom, že za oživením stál především vývoj zahraniční poptávky, zejména díky růstu německé ekonomiky, do níž směřuje většina českého exportu. Za celý rok 2011 vzrostl HDP ve srovnání s rokem 2010 o 1,8 %, nicméně růst v průběhu roku zpomaloval v důsledku nepříznivého zahraničního vývoje. Svůj podíl na zpomalení ekonomiky měla i provedená fiskální restrikce. V úhrnu za rok 2012 se HDP oproti předchozímu roku snížil o 1 %. Hlavní příčinou tohoto vývoje byla snižující se spotřeba domácností i vlády a útlum investic do zásob. Tím, že společnost FINIDR, s.r.o. změnila strategii a také implementovala nové technologie, získala nové zákazníky zejména v západní Evropě a dokázala tak úspěšně čelit nepříznivým ekonomickým podmínkám.

Dle předběžných odhadů ČSÚ došlo za rok 2013 k poklesu ekonomiky o 1,1 %. Největší podíl na tomto vývoji měla mít opět nízká spotřeba domácností a nízká investiční aktivita ve spojení se slabším výsledkem ze zahraničního obchodu. Dle prognózy ČNB na rok 2014 by mělo dojít k oživení ekonomické aktivity vlivem uvolnění měnových podmínek prostřednictvím slabšího kurzu koruny. Pro rok 2014 se počítá s růstem HDP o 2,2 % a následně v roce 2015 je předpokládán růst o 2,8 %, k čemuž by mělo přispět výraznější oživení domácí poptávky.

Jelikož je většina produkce společnosti FINIDR, s.r.o. určena na export, je podstatné sledovat současně i vývoj HDP v zemích EU. Ekonomická krize se v zemích EU začala projevovat již na začátku roku 2008, kdy začaly mít některé členské země problémy s financováním svých dluhů. Během tohoto roku došlo k růstu HDP pouze o 0,4 %. V roce 2009

byla evropská ekonomika zasažena krizí naplno, což se projevilo v poklesu HDP o 4,5 %. Následující dva roky byly ve znamení meziročního růstu pohybujícího se okolo 2 %. Rostoucí obavy o budoucnost Eurozóny společně s poklesem průmyslových zakázek vedly k poklesu HDP v roce 2012 o 0,4 %. V průběhu roku 2013 došlo k velmi pozvolnému oživení ekonomické aktivity, když HDP meziročně mírně vzrostl. Dle současné prognózy Evropské komise je možno v následujících letech očekávat návrat k pozvolnému růstu HDP v zemích EU. Pro rok 2014 je počítáno s růstem HDP o 1,6 %.

Na základě analýzy HDP je možno konstatovat, že pozvolné oživování ekonomické aktivity by se mělo příznivě projevit v dalším růstu tržeb společnosti FINIDR, s.r.o.

Inflace

Inflaci je možno definovat jako všeobecný růst cenové hladiny za určité období, jenž je měřen nejčastěji prostřednictvím indexu spotřebitelských cen. Cenová stabilita je důležitým faktorem, jenž přispívá k podpoře ekonomické aktivity. Vývoj míry inflace v ČR a v EU včetně prognózy budoucího vývoje je zachycen v tabulce 3.2.

Tabulka 3.2 Vývoj míry inflace v ČR a v zemích EU (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
Inflace ČR	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	2,2	3,0
Inflace EU	3,7	1,0	2,1	3,1	2,6	1,7	1,6	1,6

Zdroj: czso.cz, cnb.cz, epp.eurostat.ec.europa, Evropská komise

Nejvyšší průměrné míry inflace bylo dosaženo v roce 2008, a to díky dopadu reformních opatření v podobě daňových změn a také růstu cen potravin. Inflace v ČR byla v tomto roce výrazně vyšší než v zemích EU. V průběhu roku 2009 došlo vlivem odeznění jednorázových faktorů, jež zapříčinily inflaci v předchozím roce, k postupnému snížení míry inflace až pod dolní hranici tolerančního pásma inflačního cíle. Vlivem zrychlení růstu regulovaných cen a zmírnění poklesu cen potravin se inflace v roce 2010 mírně zvýšila na hodnotu 1,5 %, což bylo o 0,6 p. b. méně, než v EU. V průběhu roku 2011 se inflace pohybovala blízko inflačního cíle, když dosáhla hodnoty 1,9 %. K tomuto vývoji přispěl mírně posilující růst koruny a nízké inflační tlaky. Míra inflace byla v porovnání s inflací v EU přibližně o jeden procentní bod nižší. Průměrná míra inflace v roce 2012 proti průměru roku 2011 byla 3,3 %, což je o 1,4 p. b. více než v roce 2011 a nejvyšší hodnota za poslední čtyři roky. Nárůst inflace byl zapříčiněn vlivem změn nepřímých daní a regulovaných cen. Inflace v ČR tak byla o 0,7 p. b. vyšší než průměr EU. Díky protiinflačnímu působení české ekonomiky vlivem regulovaných cen a administrativních opatření došlo v roce 2013 ke snížení meziroční míry inflace na hodnotu 1,4 %, což je na dolní hranici tolerančního pásma ČNB. Z důvodu obavy o propuknutí deflace

v roce 2014 přijala ČNB v listopadu 2013 jako nástroj cílování inflace při nulových úrokových sazbách měnový kurz koruny. Vlivem slábnoucího dopadu vyšších cen energií vykazaly země EU o 0,9 procentního bodu nižší inflaci než v roce 2012, a to 1,7 %.

Prognóza ČNB sestavená na roky 2014 a 2015 počítá se slabší hladinou kurzu, která by se měla promítnout do nárůstu dovozních cen, jenž se projeví v růstu míry inflace na úroveň inflačního cíle a později k horní polovině tolerančního pásma. Dle prognózy Evropské komise by měla inflace v zemích EU jen pozvolna klesat kvůli klesající ceně ropy a slábnoucímu vlivu předchozích zvyšování daní.

Při pohledu na ekonomické výsledky společnosti FINIDR, s.r.o. v období 2008 až 2012, je možno konstatovat, že nebyly inflaci významně ovlivněny a podobný vývoj je proto možno očekávat i v budoucnu.

Úrokové sazby

Další sledovanou veličinu představují úrokové sazby, jelikož ovlivňují výši nákladů na cizí kapitál. Výše sazeb na mezibankovním trhu je určena referenční sazbou PRIBOR (Prague InterBank Offered Rate). Jedná se o úrokovou sazbu, za kterou si banky navzájem poskytují úvěry a od níž se následně odvíjejí úrokové sazby pro klienty bank. Vývoj sazby PRIBOR 3M s predikcí hodnot pro následující roky je uveden v tabulce 3.3.

Tabulka 3.3 Vývoj sazby PRIBOR 3M (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
PRIBOR 3M	4,0	2,2	1,3	1,2	1,0	0,5	0,4	1,1

Zdroj: ČNB - Zpráva o inflaci I/2014

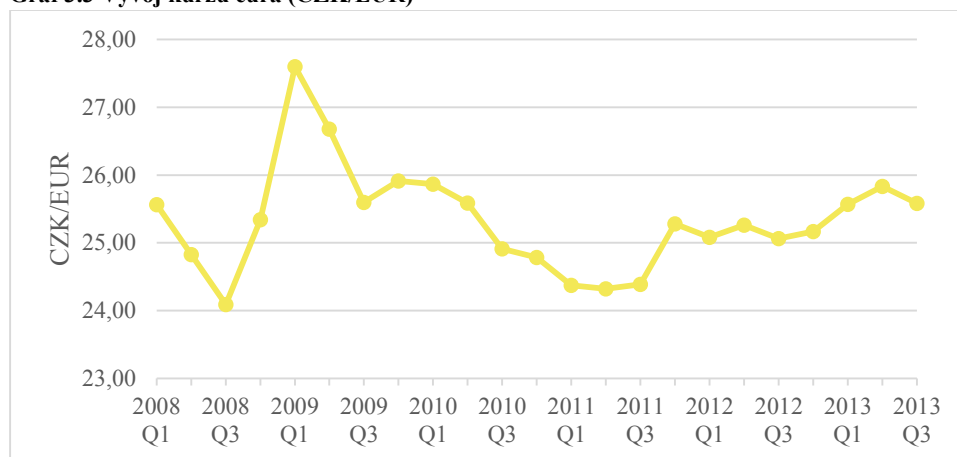
Z tabulky 3.3 je patrné, že ve sledovaném období postupně docházelo ke snižování mezibankovní sazby až na současnou hodnotu 0,5 %. Vývoj této sazby byl značně ovlivněn ekonomickou krizí, která započala v roce 2008 a v ČR se naplno projevila koncem roku 2009. Mezibankovní úrokové sazby v podstatě kopírovaly trend poklesu měnověpolitických sazeb. V současné době jsou, v důsledku uvolňování měnové politiky, úrokové sazby ČNB na svých historických minimech a očekává se, že se na tomto minimu udrží v delším časovém horizontu, dokud nenastanou proinflační tlaky. I mezibankovní sazba PRIBOR dosáhla v roce 2013 svého minima, jelikož klesla na hodnotu 0,5 %. Dle základního scénáře ČNB by v průběhu roku 2014 měla mezibankovní sazba dosáhnout záporných hodnot. Z tohoto důvodu byl zpracován alternativní scénář, kdy by se vlivem oslabení kurzu koruny vůči euru měla sazba PRIBOR 3M pohybovat na úrovni 0,4 %. Pro rok 2015 se dle prognózy ČNB počítá se sazbou PRIBOR 3M ve výši 1,1 %. Z uvedeného vyplývá, že financování prostřednictvím bankovních úvěrů

vázaných na sazbu PRIBOR 3M by pro společnost FINIDR, s.r.o. mohlo být v budoucnu dražší než dnes.

Měnový kurz

Jelikož přibližně 80 % produkce společnosti FINIDR, s.r.o. připadá na export do zemí EU, je důležité sledovat také vývoj kurzu eura. Volatilita kurzu, zejména pokud je neočekávaná, je spojena s kurzovým rizikem, proti němuž se musí společnost bránit pomocí finančních nástrojů. Společnost FINIDR, s.r.o. používá k zajištění kurzového rizika put opce. Vývoj kurzu koruny vůči euru je zachycen v grafu 3.3.

Graf 3.3 Vývoj kurzu eura (CZK/EUR)



Zdroj: kurzy.cz

Koruna posilovala až do 3. čtvrtletí 2008, poté však začala oslabovat a to až do začátku roku 2009, kdy bylo dosaženo nejvyšší čtvrtletní hodnoty kurzu, a to 27,6 CZK/EUR. Kurz eura byl v této době ovlivněn především turbulencemi na světových finančních trzích, jež byly spojeny s odlivem kapitálu ze země. Zlepšení náhledu finančních trhů na středoevropský region v souvislosti se sníženou averzí vůči riziku vedlo ke konci roku 2009 k oslabení eura. Další oslabování eura v důsledku řecké krize vedlo v letech 2010 a 2011 k posilování koruny. V průběhu roku 2012 byl kurz i přes pokračující dluhovou krizi a utlumování domácí ekonomické aktivity poměrně stabilní. V souvislosti s nemožností dalšího snížení základních úrokových sazeb, začala ČNB používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek. Z tohoto důvodu ČNB od 7. listopadu 2013 intervenuje na devizovém trhu na oslabení koruny vůči euru poblíž hodnoty 27 CZK/EUR. V současné době se kurz pohybuje okolo hodnoty 27,4 CZK/EUR. Na úrovni 27 CZK/EUR, tedy úrovni potřebné k odvrácení rizika deflace a urychlení oživení ekonomiky, by měl kurz dle ČNB setrvat po dobu potřebného uvolnění měnových podmínek, tj. do začátku roku 2015. Následně by měl nastat návrat ke

standartnímu režimu měnové politiky, posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB však nelze očekávat.

Současný vývoj měnového kurzu by se měl pozitivně odrazit na tržbách společnosti FINIDR, s.r.o., jelikož její výrobky by se mohly na západních trzích stát konkurenceschopnějšími.

Míra nezaměstnanosti

Míra nezaměstnanosti se počínaje rokem 2013 měří nově ukazatelem podílu nezaměstnaných osob, který vyjadřuje podíl dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15 až 64 let ze všech obyvatel ve stejném věku. Vývoj podílu nezaměstnaných osob je uveden v tabulce 3.4.

Tabulka 3.4 Vývoj podílu nezaměstnaných osob (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
Podíl nezaměstnaných osob	4,1	6,2	7,0	6,7	6,8	7,7	8,0	7,6

Zdroj: cnb.cz

Podíl nezaměstnaných osob vykazoval v průběhu sledovaného období rostoucí tendenci. Za hlavní příčinu tohoto růstu je možno označit pokles výkonnosti české ekonomiky v důsledku ekonomické krize, jejíž následky se budou na trhu práce projevovat zřejmě i v následujících letech, kdy se neočekává, že by nezaměstnanost příliš poklesla. Podle MF je příčinou nárůstu registrované nezaměstnanosti prudký pokles tvorby nových pracovních míst a patrně i omezené kapacitní možnosti úřadů práce v oblasti péče o nezaměstnané. Ke snížení počtu zaměstnanců došlo vlivem krize i u společnosti FINIDR, s.r.o., a to v roce 2010.

Pro rok 2014 se dle prognózy ČNB počítá s vrcholem registrované nezaměstnanosti na úrovni 8 %, v důsledku dalšího cyklického nárůstu počtu uchazečů o zaměstnání registrovaných na úřadech práce při setrvalém poklesu populace ve věku 15–64 let. V roce 2015 by měla nezaměstnanost klesnout na úroveň 7,6 %, a to vlivem oživení ekonomické aktivity.

Jelikož by mělo dojít vlivem oživování ekonomické aktivity k růstu tržeb společnosti FINIDR, s.r.o. je možno očekávat, že bude pro zajištění většího objemu výroby potřeba přijmout nové pracovníky.

3.2.2 Analýza mikroprostředí

Pomocí analýzy mikroprostředí je možno charakterizovat odvětví, v němž daná společnost podniká. Společnost FINIDR, s.r.o. realizuje část své produkce v tuzemsku, většina produkce však připadá na export do zemí Evropské unie. Z tohoto důvodu je činnost společnosti ovlivněna i prostředím polygrafického průmyslu v EU, především však v Německu.

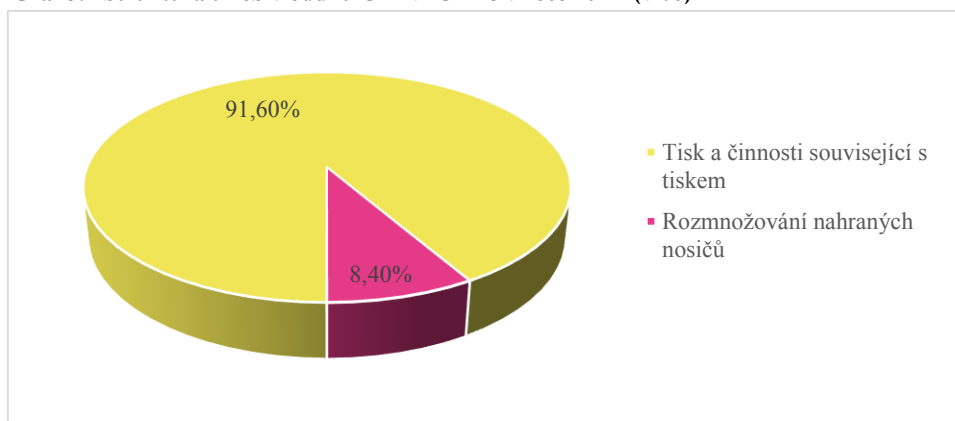
Tisk a další činnosti související s výrobou knih spadají do oblasti zpracovatelského průmyslu, v rámci něhož jej lze na základě klasifikace ekonomických činností CZ-NACE zařadit do oddílu 18 - tisk a rozmnožování nahaných nosičů.

Základní ekonomické charakteristiky odvětví CZ-NACE 18

Vývoj v polygrafickém průmyslu je možno charakterizovat úzkou spoluprací českých firem s partnery v EU, což se týká zejména velkých společností. Několik velkých firem, s účastí zahraničních partnerů, vyrábí na průmyslové bázi značnou část tištěných produktů, jako jsou noviny, knihy či časopisy a jsou úzce propojeny se zahraničními odběrateli. Technické vybavení našich velkých tiskáren je díky nákladné modernizaci na úrovni srovnatelné s jejich konkurenty v nejvyspělejších zemích. Relevantním trhem se pro špičkové české tiskárny stala celá Evropa, přičemž dominantním partnerem našich firem je Německo.

Tisk a rozmnožování nahaných nosičů se dle klasifikace CZ-NACE dělí do dvou skupin, a to 18.1 Tisk a činnosti související s tiskem a 18.2 Rozmnožování nahaných nosičů. Celkově se tato skupina v roce 2012 podílela na tržbách zpracovatelského průmyslu 1,1 %, což představovalo 36,7 mld. Kč. Ve srovnání s minulými roky lze zaznamenat mírný pokles tohoto podílu. Pozice polygrafického průmyslu tak není v ČR nikterak významná, totéž platí i pro další země v EU. V rámci skupiny CZ-NACE 18 je struktura tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb za rok 2012 uvedena v grafu 3.5. V souhrnu za sledované období zůstávaly podíly téměř neměnné.

Graf 3.4 Struktura tržeb v oddílu CZ-NACE 18 v roce 2012 (v %)



Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2012

Jak je patrné z tabulky 3.5, tržby oddílu CZ-NACE 18.1 za prodej vlastních výrobků a služeb vykazovaly ve sledovaném období klesající tendenci v důsledku celosvětové hospodářské krize, jež zasáhla českou ekonomiku koncem roku 2008. Tento pokles byl rovněž ovlivněn i změnou zájmu o portfolio výrobků. V roce 2012 byly vykazovány tržby přibližně

o 18 % nižší v porovnání s rokem 2008. Do budoucna je možno očekávat další pokles tržeb v důsledku zvyšujícího se zájmu o elektronické publikace.

Tabulka 3.5 Tržby oddílu CZ-NACE 18.1 za prodej vlastních výrobků a služeb (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby	41 138 592	37 396 263	36 945 304	35 098 632	33 643 731

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2012

Jak vyplývá z dat v tabulce 3.6., hospodářská krize se na cenách projevila opožděně až v roce 2010, kdy došlo k prudkému poklesu cen o 7,9 %. Následně v roce 2011 ceny opět vzrostly a na prakticky nezměněné úrovni se pohybovaly i v roce 2012. Za další příčiny tohoto vývoje je možno uvést přebytkovou nabídku výrobních kapacit spolu s velkou konkurencí v odvětví.

Tabulka 3.6 Vývoj cen v oddílu CZ-NACE 18.1 (meziroční indexy)

	2008	2009	2010	2011	2012
Index cen	98,0	100,3	92,1	99,6	99,8

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2012

Vývoj zahraničního obchodu v oddílu CZ-NACE 18.1 je možno hodnotit jako pozitivní. Jak dokládá tabulka 3.7, ve sledovaném období došlo k téměř dvojnásobnému zvýšení hodnoty vývozu, současně se však sice více než dvojnásobně zvýšila hodnota dovozu, přičemž saldo zůstává stále pozitivní. Za hlavní exportní trh je možno označit Německo, kam v roce 2012 směřovalo 66 % vývozu. Naopak hlavním dovozním teritoriím bylo Japonsko s podílem 40 %.

Tabulka 3.7 Vývoj zahraničního obchodu v odvětví CZ-NACE 18.1 (v mil. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Vývoz	N/A	350,1	337,2	530,2	607,2
Dovoz	N/A	220,6	259,4	525,6	552,8

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2012

Vývoj počtu podniků a zaměstnaných osob v oddílu CZ-NACE 18.1 je uveden v tabulce 3.8. Jak je patrné, nejvyšší počet podniků a zaměstnaných osob byl zaznamenán v ještě předkrizovém roce 2008. V následujících letech nastal postupný pokles obou těchto ukazatelů. Je nutno zdůraznit, že značnou část z uvedeného počtu podniků tvoří malé společnosti a mikropodniky. Počet zaměstnanců v odvětví významně ovlivňuje uvádění nových tiskárenských kapacit do provozu i modernizace stávajících strojů.

Tabulka 3.8 Vývoj počtu podniků a zaměstnaných osob v oddílu CZ-NACE 18.1 (v tis.)

	2008	2009	2010	2011	2012
Počet podniků	9 008	8 996	8 785	7 977	7 800
Zaměstnané osoby	20 294	17 847	16 953	16 513	16 089

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2012

Potencionální konkurence

Pro vstup do odvětví polygrafického průmyslu je charakteristická značná investiční náročnost spolu s potřebou vysoce kvalifikované pracovní síly. Rozvoj digitalizace výrobní techniky a technologických postupů je umožněn díky investicím zahraničního kapitálu do odvětví a využívání investičních pobídek. V důsledku těchto změn se mění zařazení jednotlivých skupin a dochází k fúzím vydavatelských společností s tiskařskými kapacitami.

Substituční výrobky

Největší ohrožení pro polygrafický průmysl představuje rychlý rozvoj elektronických knih, dle údajů za rok 2013 bylo v Česku prodáno již přes 500 tisíc elektronických knih. Neustále narůstá počet prodaných čteček a tabletů, na nichž je možno jednoduše přenášet a sledovat elektronický obsah. S rozvojem těchto zařízení roste i počet dostupných digitalizovaných titulů, jenž je možno snadno získat nákupem na internetu.

Relevantní trh

Všechny společnosti, které působí v oddílu CZ-NACE 18.1 nelze považovat za přímou konkurenci společnosti FINIDR, s.r.o., a to z toho důvodu, že zde není rozlišen charakter produkce jednotlivých společností. Skutečnou konkurenci pro tiskárnu FINIDR představují pouze tiskárny specializující se výhradně na tisk knih, a ne tiskárny zabývající se tiskem novin, reklamních materiálů či obalů. Z tohoto důvodu je relevantní trh společnosti vymezen 5 tiskárnami v České republice, které dosáhly v roce 2012 největších tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Relevantní trh společnosti FINIDR, s.r.o. je uveden v tabulce 3.9.

Tabulka 3.9 Vývoj tržeb na relevantním trhu (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
FINIDR	521 232	489 198	479 023	534 928	578 107
CPI Moravia books	468 090	445 579	498 369	489 036	520 505
TYPOS	507 227	474 754	456 407	443 593	489 061
GRASPO	378 089	313 031	293 037	284 810	331 168
Těšínská tiskárna	291 715	283 420	256 385	252 092	277 807
Tržby celkem	2 166 353	2 005 982	1 983 221	2 004 459	2 196 648
Tržní podíl FINIDR	24,06 %	24,39 %	24,15 %	26,69 %	26,32 %

Zdroj: Účetní závěrky jednotlivých společností

Situace v Německu v roce 2012

Situace na německém trhu je rovněž ovlivňována hospodářskou krizí, což se projevuje i v polygrafickém průmyslu. Ekonomický růst zde byl v roce 2012 jen o 0,7 % vyšší než v roce 2011. Výsledky polygrafického průmyslu za rok 2012 vykazují meziroční pokles produkce o 3,1 % především díky snížení výdajů na tisk reklamy. Celkové tržby polygrafického průmyslu

činily v roce 2012 20,5 mld. eur, což je o 2,5 % méně než v roce 2011. Objem vývozu německého polygrafického průmyslu v roce 2012 činil 4,2 mld. eur, což je 2,4 krát více než objem dovozu ve výši 1,8 miliardy eur. Investice v tomto odvětví klesly ve srovnání s rokem 2011 o 1,6 %. Ceny za tiskové služby se v roce 2012 zvýšily o 1,1 %. Využití výrobních kapacit v roce 2012 činilo 81,8 %, nejvyšší podíl z celkového objemu výroby představovaly tiskoviny, a to 88,1 % objemu celkové produkce. V roce 2012 průmysl zaměstnával téměř 150 tisíc lidí v přibližně 9 300 podnicích, což je méně než v roce 2011.

3.2.3 Prognóza tržeb

Pokud bychom analyzovali vývoj tržeb společnosti FINIDR, s.r.o. od roku 2000, zjistíme, že tržby za prodej zboží a služeb rostly průměrným tempem 10,8 %. Vlivem ekonomické krize došlo v letech 2009 a 2010 k jedinému poklesu tržeb v historii společnosti. I přes trvajících nepříznivých externích ekonomických podmínky se společnosti podařilo z hlediska ziskovosti dosahovat pozitivních výsledků. Společnost neustále investuje do zavádění nových technologií ve výrobě, což ji umožňuje vyrovnat se absolutní špičce nejen v Evropě. Důraz je rovněž kladen na budování kvalitního portfolia bonitních klientů.

Z výsledků strategické analýzy vyplývá, že společnost disponuje velkým výnosovým potenciálem. Díky včasným provozním opatřením se společnosti podařilo velmi rychle vyrovnat s poklesem tržeb. Pokračující investice do tiskařských strojů spolu s mimořádnou kvalitou a produktivitou by měly výrazně ovlivnit výsledky společnosti i v následujících letech. Ve prospěch společnosti hraje i zlepšující se ekonomická situace, která by dle prognóz ČNB a Evropské komise měla vést k pokračujícímu ožívání poptávky a růstu tržeb.

Pro rok 2013 je oproti roku 2012 počítáno s mírným oslabením tempa růstu tržeb na úroveň 7 %, v důsledku pozvolného naplnění trhu v přechodných dvou letech. V roce 2014 je plánován růst tržeb o 7,6 % díky očekávanému růstu HDP v EU. Od roku 2015 je počítáno s poklesem tempa růstu tržeb, a to v souvislosti se zvyšováním prodejů elektronických knih, jejichž podíl by měl v roce 2017, dle studie Global entertainment and media outlook společnosti PwC, činit přes 20 % všech prodaných knih. Tempo růstu tržeb bude klesat rovněž vlivem zvyšujícího se rizika odhadu. Z těchto důvodů bylo odhadnuto tempo růstu tržeb pro rok 2017 na úroveň 4,75 %. Predikce budoucího vývoje tržeb společnosti je uvedena v tabulce 3.10.

Tabulka 3.10 Plánované tržby za prodej výrobků a služeb (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby	618 574	665 586	706 187	742 202	777 457
Změna	7,00%	7,60%	6,10%	5,10%	4,75%

Zdroj: Vlastní zpracování

3.3 Finanční analýza

V rámci finanční analýzy bude zhodnocena finanční situace společnosti FINIDR, s.r.o. Bude zkoumán jak její historický vývoj, tak perspektiva vývoje budoucího, na jehož základě bude následně možno sestavit finanční plán.

Nejprve budou analyzovány základní účetní výkazy společnosti prostřednictvím horizontální a vertikální analýzy. Poté budou spočteny a vyhodnoceny vybrané poměrové ukazatele z oblasti rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity. V závěru bude proveden pyramidový rozklad ukazatele ROE a zhodnoceno finanční zdraví společnosti pomocí indexu IN. Výkazy společnosti FINIDR, s.r.o. za období 2008 až 2012 jsou uvedeny v příloze č. 1 a č. 2.

3.3.1 Horizontální analýza

Pomocí horizontální analýzy je možno sledovat vývoj změn jednotlivých položek účetních výkazů v čase, a to jednak v absolutní výši nebo procentním vyjádřením. V příloze č. 3 a č. 4 je uvedena horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty v plném rozsahu, a to jak v absolutním, tak relativním vyjádření.

3.3.1.1 Horizontální analýza rozvahy

Horizontální analýza hlavních položek aktiv v relativním vyjádření za období 2008 až 2012 je uvedena v tabulce 3.11. Pomlčkou jsou označeny položky, u nichž nelze změnu určit z důvodu nemožnosti dělit nulou.

Tabulka 3.11 Horizontální analýza vybraných položek aktiv (meziroční změna v %)

	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011
AKTIVA CELKEM	-4,0 %	-16,4 %	2,6 %	15,1 %
Dlouhodobý majetek	-11,8 %	-6,4 %	-3,9 %	23,6 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	-24,0 %	-3,4 %	200,6 %	-3,7 %
Dlouhodobý hmotný majetek	-11,8 %	-6,4 %	-4,2 %	23,7 %
Oběžná aktiva	7,4 %	-28,4 %	12,2 %	3,9 %
Zásoby	-6,4 %	-5,1 %	-11,1 %	33,1 %
Dlouhodobé pohledávky	-	-	-25,0 %	-33,3 %
Krátkodobé pohledávky	-20,9 %	1,2 %	18,9 %	-0,4 %
Krátkodobý finanční majetek	268,8 %	-97,0 %	-56,8 %	169,5 %
Časové rozlišení	-47,4 %	45,3 %	50,3 %	47,1 %

Do roku 2010 je možno zaznamenat klesající tendenci ve vývoji objemu celkových aktiv. K největšímu poklesu hodnoty aktiv došlo v roce 2010. Následně hodnota aktiv postupně vzrostla a v roce 2012 se přiblížila úrovni z roku 2008.

Pokles hodnoty dlouhodobého majetku do roku 2011 byl dán nízkými obnovovacími investicemi a prodejem nepotřebného majetku. K významnému přírůstku dlouhodobého

majetku došlo v roce 2012, kdy společnost provedla rozsáhlou investici do strojního vybavení Heilderberg. V roce 2011 společnost investovala do softwaru pro přípravu tisku, jehož přírůstek činil v relativním vyjádření více než 200 %, v absolutní výši se jednalo o 688 tis. Kč. Dlouhodobý finanční majetek společnost nevykazuje. V případě oběžných aktiv docházelo s výjimkou roku 2010 k růstu jejich objemu. Podstatný vliv na výši oběžných aktiv měly na začátku období změny množství peněžních prostředků na bankovních účtech, které byly použity na snížení zadlužení u bankovních subjektů. V souvislosti s růstem objemu výroby došlo v roce 2012 ke zvýšení zásob o 33,1 %. Pozitivně lze hodnotit snižování objemu dlouhodobých pohledávek v závěru období. Pohledávky z obchodních vztahů se s výjimkou roku 2012 vyvíjely v souladu s tržbami. U položky časového rozlišení byl zaznamenán pokles pouze v roce 2009, a to o 47,4 %. V následujících letech je možno sledovat každoroční nárůst pohybující se okolo 45 %.

Vývoj hlavních položek pasiv v relativním vyjádření je zachycen v tabulce 3.12.

Tabulka 3.12 Horizontální analýza vybraných položek pasiv (meziroční změna v %)

	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011
PASIVA CELKEM	-4,0 %	-16,4 %	2,6 %	15,1 %
Vlastní kapitál	30,6 %	-11,3 %	11,7 %	12,8 %
Základní kapitál	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Kapitálové fondy	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rezervní fond a ostatní fondy ze zisku	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
VH minulých let	7,0 %	-6,6 %	9,7 %	18,2 %
VH běžného účetního období	552,3 %	-32,6 %	33,8 %	11,2 %
Cizí zdroje	-17,7 %	-19,7 %	-3,6 %	17,1 %
Rezervy	-	-	-	38,2 %
Dlouhodobé závazky	-	-29,3 %	-41,3 %	-70,6 %
Krátkodobé závazky	-15,7 %	-5,4 %	9,0 %	3,2 %
Bankovní úvěry a výpomoci	-19,5 %	-27,7 %	-13,5 %	30,2 %
Časové rozlišení	42,7 %	44,1 %	-41,2 %	6,5 %

Hodnota vlastního kapitálu společnosti vykazovala s výjimkou roku 2010 rostoucí tendenci. K největšímu navýšení vlastního kapitálu došlo v roce 2009, a to o 30,6 %, Takto vysokého přírůstku bylo dosaženo díky výsledku hospodaření, který se v porovnání s rokem 2008 zvýšil o 32 941 tis. Kč. Naopak v roce 2010 právě díky poklesu výsledku hospodaření o 12 692 tis. Kč došlo ke snížení hodnoty vlastního kapitálu o 11,3 %. V následujících letech se již hodnota vlastního kapitálu díky růstu výsledku hospodaření zvyšovala. U položky cizích zdrojů byl v letech 2009 až 2011 zaznamenán klesající trend. Největší podíl na tomto vývoji mělo cílené snižování zadlužení společnosti vůči bankám. Stav položky bankovní úvěry a výpomoci byl v roce 2011 ve srovnání s rokem 2008 téměř o 50 % nižší. Díky realizaci

rozsáhlé investice byla společnost v roce 2012 nucena navýšit své zadlužení vůči bankám, což se projevilo v růstu výše bankovních úvěrů a výpomocí o 31 995 tis. Kč. Krátkodobé závazky společnosti na začátku sledovaného období klesaly, od roku 2011 však začínají každoročně narůstat vlivem růstu objemu závazků z obchodních vztahů. Časové rozlišení vykazovalo v průběhu sledovaného období rostoucí tendenci kromě roku 2011, kdy došlo k poklesu této položky o 41,2 %.

3.3.1.2 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

V tabulce 3.13 je zachycen vývoj hlavních položek výkazu zisku a ztráty v relativním vyjádření za sledované období.

Tabulka 3.13 Horizontální analýza hlavních položek výkazu zisku a ztráty (meziroční změna v %)

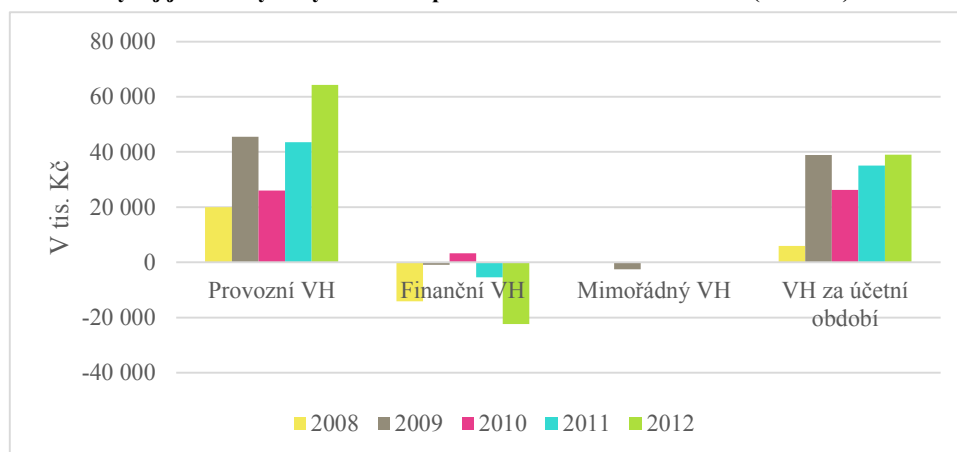
	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011
Obchodní marže	0,0 %	-177,8 %	342,9 %	-300,0 %
Výkony	-5,5 %	-3,4 %	12,9 %	10,9 %
Výkonová spotřeba	-11,7 %	-1,9 %	13,2 %	10,0 %
Přidaná hodnota	6,8 %	-5,9 %	12,5 %	12,4 %
Osobní náklady	-1,8 %	-1,1 %	5,8 %	10,7 %
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 490,8 %	-95,7 %	-81,9 %	11 316,5 %
Provozní výsledek hospodaření	127,1 %	-42,9 %	67,4 %	47,9 %
Finanční výsledek hospodaření	93,9 %	481,5 %	-265,4 %	-311,3 %
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	594,1 %	-36,6 %	33,6 %	11,2 %
Mimořádný výsledek hospodaření	-	-98,2 %	-100,0 %	-
Výsledek hospodaření za účetní období	552,3 %	-32,6 %	33,8 %	11,2 %
Výsledek hospodaření před zdaněním	610,9 %	-30,7 %	30,3 %	10,3 %

U položky obchodní marže je ve sledovaném období zaznamenán velmi proměnlivý vývoj, nicméně společnost FINIDR, s.r.o. se prodejem zboží zabývá pouze příležitostně, z tohoto důvodu nemá tato položka téměř žádný vliv na dosažený výsledek hospodaření. Klíčovou položku pro společnost představují výkony, u nichž byl v letech 2009 a 2010 zaznamenán pokles zapříčiněný ekonomickou krizí. V posledních dvou letech však společnost dokázala krizi úspěšně čelit a její výkony opět rostly. Obdobný vývoj vykazovala i výkonová spotřeba. K poklesu přidané hodnoty došlo v roce 2010, jelikož výkony společnosti poklesly více než výkonová spotřeba. Osobní náklady se také vyvíjely obdobně jako výkony společnosti. V roce 2009 a 2010 docházelo k jejich mírnému poklesu, od roku 2011 docházelo vlivem přijetí nových pracovníků k jejich růstu. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu představovaly položku s největší volatilitou. Tato skutečnost je dána tím, že společnost v rámci obnovovacího cyklu prodávala již nepotřebný majetek.

Nejvyšší růst provozního výsledku hospodaření byl zaznamenán v roce 2009, a to 127,1 %, což v absolutním vyjádření představovalo 25 464 tis. Kč. Hlavní podíl na tomto růstu měl výnos z prodeje dlouhodobého majetku, který činil 20 453 tis Kč. V následujícím roce 2010 se provozní VH snížil o 42,9 %, jelikož žádný dlouhodobý majetek prodán nebyl a rovněž v tomto roce došlo k poklesu přidané hodnoty. Růst provozního VH nastal opět v roce 2011, jednak díky přírůstku přidané hodnoty a také díky vysokému saldu ostatních provozních výnosů a nákladů. V roce 2012 byl růst provozního VH ovlivněn především položkou změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období. Celkový vývoj finančního VH byl ovlivněn značnou proměnlivostí jednotlivých nákladových a výnosových položek. Mimořádný výsledek hospodaření byl vykázán pouze v letech 2010 a 2011 a byl tvořen mimořádnými náklady

Pro názornost je vývoj jednotlivých výsledků hospodaření zachycen v grafu 3.5.

Graf 3.5 Vývoj jednotlivých výsledků hospodaření v letech 2008 až 2012 (v tis. Kč)



Zdroj: Výroční zprávy společnosti

3.3.2 Vertikální analýza

Účelem vertikální analýzy je zachytit vývoj podílu jednotlivých položek účetních výkazů na zvolené souhrnné veličině. Souhrnnou veličinou byla v rámci rozvahy zvolena celková bilanční suma. V rámci výkazu zisku a ztráty je posuzován podíl jednotlivých položek na tržbách za prodej výrobků, služeb a zboží. V příloze č. 5 a č. 6 je uvedena vertikální analýza veškerých položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty.

3.3.2.1 Vertikální analýza rozvahy

Procentuální podíly hlavních položek aktiv na celkové bilanční sumě jsou uvedeny v tabulce 3.14.

Tabulka 3.14 Vertikální analýza hlavní položek aktiv (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA CELKEM	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Dlouhodobý majetek	58,6 %	53,9 %	60,3 %	56,5 %	60,7 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,3 %	0,2 %
Dlouhodobý hmotný majetek	58,5 %	53,8 %	60,2 %	56,2 %	60,4 %
Oběžná aktiva	41,1 %	46,0 %	39,4 %	43,2 %	38,9 %
Zásoby	5,4 %	5,2 %	6,0 %	5,2 %	6,0 %
Dlouhodobé pohledávky	0,0 %	0,0 %	1,0 %	0,7 %	0,4 %
Krátkodobé pohledávky	32,0 %	26,4 %	31,9 %	37,0 %	32,0 %
Krátkodobý finanční majetek	3,7 %	14,4 %	0,5 %	0,2 %	0,5 %
Časové rozlišení	0,2 %	0,1 %	0,2 %	0,3 %	0,4 %

Dlouhodobě největší podíl na celkových aktivech zaujímá dlouhodobý majetek, a to průměrně 58 %. Na oběžná aktiva pak připadá průměrně 41,7 % bilanční sumy. Zbylá část je reprezentována časovým rozlišením.

Téměř veškerou část DM reprezentuje dlouhodobý hmotný majetek, do kterého je zařazeno především rozsáhlé strojní vybavení, dále výrobní haly, pozemky a administrativní budova. Dlouhodobý nehmotný majetek byl z převážné části tvořen softwarem, jehož podíl v závěru sledovaného období nepatrně vzrostl. Zbylou část nehmotného majetku zaujímala ocenitelná práva a v letech 2010 a 2011 i nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek. Podíly jednotlivých položek dlouhodobého majetku se ve sledovaném období nijak výrazně neměnily. Oběžná aktiva společnosti byla přibližně z 80 % procent tvořena krátkodobými pohledávkami, a to zejména z obchodních vztahů a dále daňovými pohledávkami vůči státu. Celkově se krátkodobé pohledávky podílely na bilanční sumě téměř 32 %. V roce 2008 a zejména v roce 2009 docházelo k růstu podílu krátkodobého finančního majetku, jelikož společnost soustřeďovala značnou část peněžních prostředků na bankovních účtech. Ve sledovaném období byla vykazována poměrně stabilní výše zásob pohybující se okolo 6 % hodnoty aktiv. Společnost rovněž evidovala dlouhodobé pohledávky, ty však zaujímaly ani ne 1 % aktiv.

Vertikální analýza dílčích položek pasiv je za sledované období zachycena v tabulce 3.15.

Tabulka 3.15 Vertikální analýza hlavních položek pasiv (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012
PASIVA CELKEM	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Vlastní kapitál	28,3 %	38,4 %	40,8 %	44,4 %	43,5 %
Základní kapitál	7,1 %	7,4 %	8,9 %	8,7 %	7,5 %
Kapitálové fondy	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rezervní fondy a ost. fondy ze zisku	0,7 %	0,8 %	0,9 %	0,9 %	0,8 %
VH minulých let	19,1 %	21,2 %	23,7 %	25,4 %	26,0 %
VH běžného účetního období	1,3 %	9,0 %	7,3 %	9,5 %	9,1 %

	2008	2009	2010	2011	2012
Cizí zdroje	71,7 %	61,5 %	59,0 %	55,5 %	56,4 %
Rezervy	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,3 %	0,4 %
Dlouhodobé závazky	0,0 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,0 %
Krátkodobé závazky	25,0 %	22,0 %	24,9 %	26,4 %	23,7 %
Bankovní úvěry a výpomoci	46,7 %	39,1 %	33,9 %	28,5 %	32,3 %
Časové rozlišení	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %

Pasiva společnosti byla ve sledovaném období tvořena z převážné části cizími zdroji, jejich podíl se však postupně snižoval ve prospěch vlastního kapitálu. Položky časového rozlišení zaujímaly méně než 1 % pasiv.

Nejnižší podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech byl zaznamenán v roce 2008, což bylo zapříčiněno nízkým výsledkem hospodaření běžného účetního období, který se na celkových pasivech podílel pouze 1,3 %. Dlouhodobě největší podíl na vlastním kapitálu společnosti tvořil nerozdělený zisk minulých let, a to průměrně 60 %. Cizí zdroje společnosti představovaly na začátku sledovaného období více než 70 % hodnoty pasiv, což bylo způsobeno vysokým zadlužením vůči bankám. Postupem času se společnosti dařilo bankovní úvěry úspěšně splácet, díky čemuž se jejich podíl podařilo v roce 2011 snížit na 28,5 %. Vlivem snižování zadlužení byl podíl cizích zdrojů v roce 2011 nejnižší ve sledovaném období. V souvislosti s realizací rozsáhlé investice došlo v roce 2012 ke zvýšení podílů cizích zdrojů na pasivech společnosti. Druhou významnou položku z hlediska podílu na bilanční sumě představovaly krátkodobé závazky s průměrným podílem 24,4 %. Společnost dále v rámci cizích zdrojů evidovala dlouhodobé závazky a rezervy, jejich podíl však činil méně než 1 %.

3.3.2.2 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Procentní podíly vybraných položek výkazu zisku a ztráty na součtu tržeb za prodej zboží a tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb (dále tržby) jsou zachyceny v tabulce 3.16.

Tabulka 3.16 Vertikální analýza hlavních položek výkazu zisku a ztráty (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012
Obchodní marže	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Výkony	99,9 %	100,5 %	99,3 %	100,4 %	102,9 %
Výkonová spotřeba	66,3 %	62,3 %	62,6 %	63,4 %	64,4 %
Přidaná hodnota	33,6 %	38,2 %	36,7 %	37,0 %	38,4 %
Osobní náklady	25,8 %	27,0 %	27,3 %	25,8 %	26,4 %
Tržby z prodeje DM a materiálů	0,4 %	6,7 %	0,3 %	0,0 %	5,0 %
Provozní výsledek hospodaření	3,8 %	9,3 %	5,4 %	8,1 %	11,1 %
Finanční výsledek hospodaření	-2,7 %	-0,2 %	0,7 %	-1,0 %	-3,9 %
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	1,1 %	8,5 %	5,5 %	6,6 %	6,7 %
Mimořádný výsledek hospodaření	0,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

	2008	2009	2010	2011	2012
Výsledek hospodaření za úč. období	1,1 %	7,9 %	5,5 %	6,6 %	6,7 %
Výsledek hospodaření před zdaněním	1,1 %	8,6 %	6,1 %	7,1 %	7,2 %

Podíl obchodní marže na tržbách společnosti byl po celé sledované období nulový, jelikož prodej zboží je společností uskutečňován jen velmi okrajově. Velmi významnou položku výkazu zisku a ztráty představovala výkonová spotřeba, která v průměru dosahovala 63,8% podílu na tržbách. Téměř 80 % výkonové spotřeby připadalo na spotřebu materiálu a energie, zbylou část tvořily nakupované služby. Podíl přidané hodnoty se ve sledovaném období pohyboval v rozmezí 33,6 až 38,4 %. Osobní náklady vykazovaly ve sledovaném období téměř stabilní podíl, jenž průměrně činil 26,5 %. Na struktuře osobních nákladů se největší měrou podílely mzdové náklady, které průměrně dosahovaly 74,3 %, následované náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění s průměrem 24,4 %. Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku průměrně zaujímaly 5,3 % tržeb. Podíl tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu se vyvíjel značně proměnlivě. Podíly ostatních položek souvisejících s provozní činností společnosti se pohybovaly pod hranicí 5 %.

Provozní výsledek hospodaření zaujímal na začátku sledovaného období pouze 3,8 % tržeb. K významnějšímu nárůstu tohoto podílu došlo, díky výnosu z prodeje DM, v roce 2009, kdy činil 9,3 %. Následující rok, již bez výnosu z prodeje DM, dosáhl provozní VH 5,4 % tržeb. V roce 2011 a 2012 tento podíl opět rostl, jednak díky růstu přidané hodnoty a také díky změně stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období. Finanční výsledek hospodaření dosahoval s výjimkou roku 2010 záporných hodnot. Mimořádného výsledku hospodaření společnost dosáhla pouze v roce 2009 a 2010.

3.3.3 Poměrová analýza

V rámci poměrové analýzy bude zhodnocena finanční situace společnosti FINIDR, s.r.o. za období 2008 až 2012 pomocí ukazatelů rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity.

3.3.3.1 Ukazatele rentability

Pomocí ukazatelů rentability je možno sledovat výnosnost investovaného kapitálu. Hodnoty jednotlivých ukazatelů rentability dosažené společností FINIDR, s.r.o. v letech 2008 až 2012 jsou uvedeny v tabulce 3.17.

Tabulka 3.17 Ukazatele rentability (v %)

	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012
ROA	(2.5)	3,47	10,83	9,18	11,19	10,51
ROE	(2.7)	4,69	23,41	17,79	21,31	21,02
ROCE	(2.8)	6,40	18,99	16,47	20,54	17,14
ROS	(2.9)	1,14	7,94	5,47	6,55	6,73
ROC	(2.10)	1,07	7,40	5,48	6,56	6,29

Jak je patrné z tabulky 3.17, výrazně nižší hodnoty ukazatelů rentability byly zaznamenány v roce 2008, a to z toho důvodu, že společnost v tomto roce vykázala zejména díky vysokým finančním nákladům nejnižší výsledek hospodaření za celé sledované období. V následujících letech jsou již díky podstatně lepším výsledkům hospodaření zaznamenány vyšší a poměrně stabilní hodnoty těchto ukazatelů.

Ve srovnání s odvětvovým průměrem dosahovala společnost FINIDR, s.r.o. výrazně lepších hodnot rentability aktiv a rentability vlastního kapitálu. Dosažené hodnoty tak lze označit za velmi uspokojivé, jelikož dle benchmarkingu INFA, který zpracovává Ministerstvo průmyslu a obchodu, dosahovala v roce 2012 odvětvová ROA 4,09 % a ROE pouze 8,64 %.

3.3.3.2 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilita podniku je spojena se strukturou zdrojů financování. Vývoj základních ukazatelů finanční stability a zadluženosti společnosti FINIDR, s.r.o. je zachycen v tabulce 3.18.

Tabulka 3.18 Ukazatele finanční stability

	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012
Podíl VK na aktivech (v %)	(2.11)	28,26	38,44	40,79	44,40	43,48
Finanční páka	(2.12)	3,54	2,60	2,45	2,25	2,30
Stupeň krytí stálých aktiv (%)	(2.13)	92,50	106,57	92,89	96,70	101,22
Celková zadluženost (v %)	(2.14)	71,68	61,47	59,05	55,51	56,44
Dlouhodobá zadluženost (v %)	(2.14)	25,97	18,96	15,26	10,26	17,92
Běžná zadluženost (v %)	(2.14)	45,71	42,51	43,79	44,91	38,10
Zadluženost VK (v %)	(2.15)	253,62	159,90	144,75	125,02	129,80

Finanční samostatnost podniku je měřena pomocí ukazatele podílu vlastního kapitálu na aktivech. S výjimkou roku 2012 byl zaznamenán růst hodnoty tohoto ukazatele, což je možno označit za pozitivní. V nejnižší míře společnost využívala vlastní zdroje v roce 2008, a to pouze z 28,26 %, jelikož v tomto roce společnost vykázala nejvyšší hodnotu cizích zdrojů za celé sledované období. S poměrem mezi aktivy a vlastním kapitálem společnosti je spojen ukazatel finanční páky. Hodnoty tohoto ukazatele byly ve sledovaném období poměrně stabilní.

Z výsledných dat je jasné patrné, že čím více vlastních zdrojů společnost použila, tím byl pákový efekt nižší.

Pro splnění zlatého bilančního pravidla by mělo platit, že stupeň krytí stálých aktiv by měl činit alespoň 100 %. Tento požadavek byl u společnosti splněn pouze v roce 2009 a 2012, i přesto však byly hodnoty tohoto ukazatele nízké a finanční stabilita tak může být ohrožena.

Během sledovaného období docházelo, s výjimkou roku 2012, ke snižování celkové zadluženosti společnosti, což je možno hodnotit pozitivně. Nejvyšší zadluženosti bylo dosaženo v roce 2008, kdy společnost v důsledku dřívějších rozsáhlých investičních aktivit evidovala nejvyšší objem bankovních úvěrů za sledované období. Od roku 2009 se dařilo celkovou zadluženost snižovat. Zadluženost společnosti je možno detailněji sledovat pomocí ukazatelů dlouhodobé a běžné zadluženosti, z nichž vyplývá, že společnost využívá spíše krátkodobý cizí kapitál. Míra zadluženosti vlastního kapitálu se v průběhu sledovaného období významně snížila a přiblížila se doporučené hodnotě 120 %, což lze opět hodnotit kladně

V rámci zadluženosti je možno sledovat ukazatele úrokového krytí a úrokového zatížení. Jak je patrné z tabulky 3.19, ve všech sledovaných letech bylo dosaženo vyššího zisku, než činily nákladové úroky společnosti. Nejnižší schopnost pokrýt nákladové úroky byla vykázána v roce 2008, a to díky nízkému výsledku hospodaření a nejvyšším nákladovým úrokům za celé sledované období. Rovněž úrokové zatížení se společností v průběhu sledovaného období dařilo snižovat.

Tabulka 3.19 Ukazatele zadluženosti

	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012
Úrokové krytí	(2.16)	1,61	10,00	8,41	12,17	15,58
Úrokové zatížení (v %)	(2.17)	62,09	10,00	11,89	8,21	6,42

3.3.3.3 Ukazatele likvidity

Schopnost společnosti plnit své krátkodobé závazky je hodnocena prostřednictvím ukazatelů likvidity, jejichž hodnoty za období let 2008 až 2012 jsou uvedeny v tabulce 3.20.

Tabulka 3.20 Ukazatele likvidity

	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012
Celková likvidita	(2.18)	0,90	1,08	0,90	0,96	1,02
Pohotovostní likvidita	(2.19)	0,78	0,96	0,74	0,83	0,85
Okamžitá likvidita	(2.20)	0,08	0,34	0,01	0,00	0,01
ČPK (v tis. Kč)	(2.21)	-20 566	15 163	-15 724	-6 484	3 531

Z výše uvedených hodnot ukazatelů likvidity je patrné, že společnost FINIDR, s.r.o. dosahovala velmi nízkých úrovní likvidity, jelikož v žádném ze sledovaných období nebylo

dosaženo doporučených hodnot. Společnost rovněž zaostává při porovnání s odvětvovým průměrem dle INFA, jelikož zde dosahují ukazatele likvidity daleko vyšších hodnot, pro celkovou likviditu je odvětvový průměr 2,18; pro pohotovou likviditu 1,89 a pro okamžitou likviditu 0,64. Nicméně jako pozitivní je možno hodnotit fakt, že v posledních letech je patrný opět mírně rostoucí trend těchto ukazatelů. Jelikož společnost neudrží příliš vysoký objem zásob, dosažené hodnoty pohotovosti likvidity se od hodnot celkové likvidity příliš neodchylují.

Pro předcházení případným problémům s platební schopností by se společnost FINIDR, s.r.o. měla do budoucna zaměřit na zvyšování všech výše uvedených ukazatelů likvidity.

Likviditu podniku je možno hodnotit také prostřednictvím rozdílového ukazatele čistého pracovního kapitálu, jenž je určen jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky společnosti. Z výsledků v tabulce 3.20 je patrný značně proměnlivý vývoj výše ČPK. Ve většině období dosahoval ČPK záporných hodnot, což znamená, že krátkodobé závazky převyšovaly krátkodobá aktiva a likvidita společnosti tak nebyla zajištěna, společnost byla podkapitalizovaná. Nejvyšší volatilitu ukazatele je možno zaznamenat v letech 2008 až 2010. V roce 2009 dosáhl ČPK nejvyšší hodnoty za celé sledované období, a to jednak tím, že se snížil cizí kapitál krátkodobý, ale také vlivem rapidního přírůstu peněžních prostředků na bankovních účtech.

3.3.3.4 Ukazatele aktivity

Pomocí ukazatelů aktivity je možno sledovat vázanost kapitálu v jednotlivých formách majetku. Hodnoty těchto ukazatelů společnosti FINIDR, s.r.o. jsou uvedeny v tabulce 3.21.

Tabulka 3.21 Ukazatele aktivity

	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012
Obrátka aktiv	(2.22)	1,16	1,13	1,33	1,44	1,36
Doba obratu aktiv (ve dnech)	(2.23)	311,01	317,67	271,52	249,33	265,22
Doba obratu zásob (ve dnech)	(2.24)	16,73	16,66	16,16	12,87	15,83
Doba obratu pohledávek (ve dnech)	(2.25)	92,65	83,43	84,30	87,12	77,31
Doba obratu závazků (ve dnech)	(2.26)	66,84	56,30	52,24	54,77	50,54

Obrátka aktiv byla u společnosti FINIDR, s.r.o. po celé sledované období nízká, což je dáno poměrně vysokou majetkovou vybaveností společnosti.

Doporučený klesající trend ukazatele doby obratu aktiv byl, zejména díky postupnému odpisování dlouhodobého majetku, dodržen až do roku 2011, kdy obrat aktiv činil přibližně 250 dní. V souvislosti s uskutečněním investic do modernizace tiskařských strojů se doba obratu aktiv v roce 2012 mírně zvýšila.

Doba obratu zásob byla po celé sledované období relativně nízká, jelikož společnost v tomto druhu majetku neváže příliš vysoký objem peněžních prostředků. Nejnížší doba obratu zásob byla zaznamenána v roce 2011, a to vlivem vysokého přírůstku tržeb společnosti.

Doba obratu pohledávek vykazovala s výjimkou roku 2011, kdy nastal významný přírůstek pohledávek z obchodních vztahů, klesající tendenci, což je možno považovat za pozitivní. Společnost FINIDR, s.r.o. čekala na inkaso od svých odběratelů v průměru přibližně 85 dnů.

Z údajů v tabulce 3.21 je rovněž zřejmé, že ve sledovaném období docházelo, vyjma roku 2011, ke zlepšování platební morálky společnosti. Průměrná doba splatnosti závazků ve sledovaném období dosahovala přibližně 56 dnů.

Porovnáním doby obratu pohledávek s dobou obratu závazků získává podnik informaci o své platební schopnosti. Obecně by mělo platit, že doba obratu pohledávek by měla být nižší než doba obratu závazků. V případě společnosti FINIDR, s.r.o. není toto pravidlo v žádném ze sledovaných let splněno a společnost tak musela čerpat kontokorentní úvěr.

3.3.4 Pyramidový rozklad ukazatele rentability vlastního kapitálu

Pro analýzu příčin odchylek jednoho z nejdůležitějších ukazatelů finanční výkonnosti podniku, ukazatele rentability vlastního kapitálu, bude použita metoda pyramidového rozkladu. Vyčíslení vlivů dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel ROE bude provedeno pomocí metody logaritmické a funkcionální ve dvou úrovních.

Vlivy dílčích ukazatelů zjištěné pomocí metody logaritmické jsou uvedeny v tabulce 3.22. Podrobnější výpočty jsou součástí přílohy č. 7.

Tabulka 3.22 Pyramidový rozklad ukazatele ROE pomocí logaritmické metody (v %)

1. úroveň	2009/2008		2010/2009		2011/2010		2012/2011	
	ΔROE_{ai}	pořadí	ΔROE_{ai}	pořadí	ΔROE_{ai}	pořadí	ΔROE_{ai}	pořadí
$a_1 = EAT/T$	22,555	1.	-7,625	1.	3,517	1.	0,568	2.
$a_2 = T/A$	-0,247	3.	3,213	2.	1,662	2.	-1,308	1.
$a_3 = A/VK$	-3,581	2.	-1,216	3.	-1,652	3.	0,443	3.
Suma	18,727		-5,627		3,527		-0,296	

2. úroveň	2009/2008		2010/2009		2011/2010		2012/2011	
	ΔROE_{ai}	pořadí	ΔROE_{ai}	pořadí	ΔROE_{ai}	pořadí	ΔROE_{ai}	pořadí
$a_1 = EAT/EBT$	-0,302	3.	-0,189	2.	0,158	3.	0,053	2.
$a_2 = EBT/EBIT$	3,034	2.	-0,141	3.	0,245	2.	0,129	1.
$a_3 = EBIT/T$	4,065	1.	-2,140	1.	0,678	1.	-0,004	3.
Suma	6,798		-2,470		1,082		0,178	

Vlivy dílčích ukazatelů zjištěné pomocí metody funkcionální jsou uvedeny v tabulce 3.23. Podrobnější výpočty jsou součástí přílohy č. 8.

Tabulka 3.23 Pyramidový rozklad ukazatele ROE pomocí funkcionální metody (v %)

1. úroveň	2009/2008		2010/2009		2011/2010		2012/2011	
	ΔROE_{ai}	pořadí	ΔROE_{ai}	pořadí	ΔROE_{ai}	pořadí	ΔROE_{ai}	pořadí
$a_1 = EAT/T$	23,916	1.	-7,666	1.	3,521	1.	0,568	2.
$a_2 = T/A$	-0,326	3.	3,270	2.	1,667	2.	-1,308	1.
$a_3 = A/VK$	-4,863	2.	-1,231	3.	-1,661	3.	0,443	3.
Suma	18,727		-5,627		3,527		-0,296	

2. úroveň	2009/2008		2010/2009		2011/2010		2012/2011	
	ΔROS_{ai}	pořadí	ΔROS_{ai}	pořadí	ΔROS_{ai}	pořadí	ΔROS_{ai}	pořadí
$a_1 = EAT/EBT$	-0,356	3.	-0,190	2.	0,159	3.	0,053	2.
$a_2 = EBT/EBIT$	3,132	2.	-0,142	3.	0,245	2.	0,129	1.
$a_3 = EBIT/T$	4,022	1.	-2,138	1.	0,678	1.	-0,004	3.
Suma	6,798		-2,470		1,082		0,178	

Z výsledků uvedených v tabulkách 3.22 a 3.23 je patrné, že prostřednictvím obou metod bylo dosaženo shodných výsledků, rovněž pořadí vlivů dílčích ukazatelů je obdobné. Dále je zřejmé, že největší vliv na ukazatel ROE měl po většinu období ukazatel rentability tržeb. Ve druhé úrovni rozkladu je patrný převažující vliv ukazatele provozní rentability.

Největší změna ukazatele ROE byla zaznamenána v roce 2009, kdy došlo k přírůstku hodnoty o 18,73 p. b. na 23,41 %. Na tomto zvýšení se největším vlivem podílel ukazatel rentability tržeb, kladný vliv tohoto ukazatele byl zmírněn záporným vlivem ukazatele finanční páky. V rámci druhé úrovně rozkladu došlo k růstu rentability tržeb o 6,8 p. b, a to především vlivem ukazatele provozní rentability a úrokové redukce zisku.

V roce 2010 došlo naopak k největšímu poklesu hodnoty ukazatele ROE za celé sledované období, a to o 5,63 p. b. na 17,79 % b. Tento pokles byl dán zejména snížením ukazatele rentability tržeb, jehož záporný vliv částečně mírnil ukazatel obrátky aktiv. Z druhé úrovně rozkladu lze zjistit, že na pokles rentability tržeb o 2,47 p. b. nejvíce působil ukazatel provozní rentability, vliv ostatních ukazatelů byl nepatrný.

V roce 2011 je zaznamenán růst ROE o 3,53 p. b., rentabilita vlastního kapitálu tak činila 21,31 %. Zvýšení ROE bylo umožněno především růstem ukazatele rentability tržeb a obrátky aktiv. V druhé úrovni rozkladu přispěla k růstu rentability tržeb, a tím i rentability vlastního kapitálu, zejména provozní rentabilita.

V závěru sledovaného období došlo k nepatrnému poklesu hodnoty ROE, a to o 0,27 p. b., na úroveň 21,02 %. Největší měrou se na tomto snížení podíl ukazatel obrátky aktiv, jehož

záporný vliv byl z části zmírněn ukazatelem rentability tržeb. Ve druhé úrovni rozkladu byl zaznamenán růst ukazatele rentability tržeb o 0,18 p. b., a to zejména díky kladnému působení daňové a úrokové redukce zisku.

3.3.4.1 Index IN05

Jeden z dalších možných způsobů posouzení finanční situace podniku představují predikční modely. V podmínkách českého prostředí je k tomuto účelu možno využít Index IN05, jenž obsahuje standartní ukazatele z oblasti aktivity, zadluženosti, výnosnosti a likvidity. Každému ukazateli je zde přiřazena váha odrážející jeho významnost. Výslednou hodnotu Indexu IN05 lze získat váženým součtem hodnot jednotlivých ukazatelů.

Výpočet Indexu IN05 pro společnost FINIDR, s.r.o. je uveden v tabulce 3.24.

Tabulka 3.24 Index IN za období let 2008 až 2012

Ukazatel	Váha	2008	2009	2010	2011	2012
A/CZ	0,13	1,395	1,627	1,694	1,802	1,772
EBIT/Ú	0,04	1,610	10,003	8,411	12,173	15,584
EBIT/A	3,97	0,035	0,108	0,092	0,112	0,105
VÝN/A	0,21	1,246	1,307	1,396	1,537	1,543
OA/(KZ + KBÚ)	0,09	0,900	1,083	0,901	0,961	1,022
Index IN05		0,726	1,414	1,295	1,575	1,687

Na základě výsledků uvedených v tabulce 3.24 je možno konstatovat, že v průběhu sledovaného období došlo k výraznému zlepšení finanční situace společnosti. Ještě v roce 2008 bylo možno společnost označit jako problémovou, a to především díky nízké rentabilitě aktiv, která v tomto roce dosahovala pouze 3,47 %. Na konci sledovaného období, tedy v roce 2012, již Index IN05 dosáhl hodnoty vyšší než 1,6 a společnost již bylo možno zařadit mezi podniky s upokojivou finanční situací.

3.3.5 Zhodnocení finanční analýzy

V rámci této podkapitoly byla posuzována finanční situace společnosti FINIDR, s.r.o. za období let 2008 až 2012. Nejprve byly analyzovány základní účetní výkazy společnosti prostřednictvím horizontální a vertikální analýzy. Z analýzy rozvahy vyplývá, že celková bilanční suma vykazovala až do roku 2010 klesající tendenci, poté byl zaznamenán její růst. Na skladbě aktiv se největší měrou podíl dlouhodobý majetek. Zejména díky položce samostatných movitých věcí dosáhl podíl DM přibližně 58 %. Na oběžná aktiva společnosti průměrně připadal 41,7% podíl, z čehož podstatná část byla tvořena pohledávkami z obchodních vztahů. Na straně pasiv zaujímaly dlouhodobě největší podíl cizí zdroje. Zde je však možno, díky postupnému splácení bankovních úvěrů, vypozařovat výrazně klesající

tendenci ve vývoji tohoto podílu. Podíl vlastního kapitálu se vlivem dosažených výsledků hospodaření zvyšoval. Tržby společnosti za prodej vlastních výrobků a služeb zaznamenaly v letech 2009 a 2010 klesající tendenci v důsledku poklesu poptávky způsobeného ekonomickou krizí. Co se týče nákladů společnosti, ty ve vztahu k tržbám zaujímaly velmi vysoký podíl. Výkonová spotřeba činila průměrně 63,8 % tržeb a osobní náklady představovaly průměrně 26,5 % tohoto základu. VH za účetní období se vyvíjel velmi proměnlivě. V roce 2009 byl VH ovlivněn zejména výnosem z prodeje DM, v roce 2011 kladným saldem ostatních provozních výnosů a nákladů, v roce 2012 pak položkou změny stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období.

Finanční situace společnosti byla dále hodnocena pomocí poměrových ukazatelů rentability, finanční stability a zadluženosti, likvidity a aktivity. V případě ukazatelů rentability je možno během sledovaného období pozorovat uspokojivé výsledky, jež jsou v porovnání s odvětvím nadprůměrné. Příznivě lze hodnotit, že hodnoty ukazatele ROE jsou vyšší než hodnoty ROA. Vývoj hodnot ukazatelů finanční stability je možno celkově označit za pozitivní. U ukazatelů podílu VK na aktivech i stupně krytí stálých aktiv byla vykázána kolísavá, avšak rostoucí tendence. Hodnoty ukazatele finanční páky se vyvíjely poměrně stabilně. I v oblasti zadluženosti lze pozorovat klesající trend, s výjimkou roku 2012, kdy vlivem čerpání nového bankovního úvěru došlo k mírnému zvýšení zadluženosti. Úrokové zatížení společnosti se vyvíjelo velmi příznivě, jelikož oproti roku 2008 došlo k poklesu jeho hodnoty přibližně o 56 p. b. Za slabou stránku společnosti lze považovat její likviditu, která i přes velmi mírný nárůst v posledních letech stále zůstává mimo doporučené hodnoty. Rovněž u ukazatele čistého pracovního kapitálu byly zaznamenány zejména v roce 2008 a 2010 vysoce záporné hodnoty. V roce 2012 však již společnost vykázala kladnou hodnotu ČPK. Z analýzy ukazatelů aktivity vyplývá, že pravidlo solventnosti nebylo dodrženo v žádném analyzovaném roce. Společnost tak musí na úhradu faktur od odběratelů čekat ještě nějakou dobu po splacení svých závazků. Doba obratu zásob je velmi nízká, jelikož společnost neevidovala nijak velký objem zásob. Využití majetku měřené pomocí ukazatele obrátky a doby obratu zásob bylo poměrně nízké.

Následně byl proveden pyramidový rozklad ukazatele ROE pomocí metody logaritmické a funkcionální. Z výsledků je zřejmé, že největší vliv na ukazatel ROE měl po většinu období ukazatel rentability tržeb. Ve druhé úrovni rozkladu byl patrný převažující vliv ukazatele provozní rentability.

Pro komplexní zhodnocení finanční situace společnosti byl zvolen Index IN05. Na jeho základě je možno konstatovat, že v průběhu sledovaného období došlo k významnému zlepšení finančního zdraví společnosti.

3.4 SWOT analýza

Po provedení strategické a finanční analýzy je možno získané výsledky shrnout prostřednictvím SWOT analýzy, která slouží k zachycení silných a slabých stránek společnosti spolu s možnými příležitostmi a ohroženími.

Silné stránky

- vedoucí postavení na trhu v České republice,
- komplexní tiskový servis špičkové kvality,
- široké portfolio bonitních zákazníků nejen v Evropě,
- realizace včasných provozních opatření, která umožnila rychlou reakci na nepříznivé ekonomické podmínky,
- změna přístupu k obchodování – nová image a marketingové materiály přispěly ke zviditelnění na trzích západní Evropy, což se projevilo nárůstem tržeb,
- důraz kladen na zavádění nových produktivních technologií ve výrobě,
- vyšší hodnoty ukazatelů ROE a ROA v porovnání s průměrem odvětví,
- vlastní interní vzdělávací centrum pro rozvoj všech zaměstnanců.

Slabé stránky

- nízká úroveň likvidity,
- vyšší doba obratu pohledávek než závazků během celého sledovaného období,
- relativně vysoký podíl provozních nákladů ve vztahu k tržbám,
- orientace výhradně na tisk knih.

Příležitosti

- pronikání na další zejména evropské trhy,
- rozšíření portfolia produktů například o tisk reklamních materiálů,
- ožívování ekonomické aktivity v Evropě,
- dostatek kvalifikovaných uchazečů o zaměstnání díky spolupráci s místní SŠ.

Ohrožení

- zvyšování prodejů elektronických knih,
- fúze a akvizice stávajících konkurentů,
- růst cen vstupních surovin,
- kurzové riziko.

4 Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku a komparace výsledků

Tato kapitola je zaměřena na samotné stanovení hodnoty společnosti FINIDR, s.r.o. V rámci ocenění bude stanovena hodnota vlastního kapitálu společnosti k 1. 1. 2013, a to pomocí metody diskontovaných peněžních toků (DCF-Equity) a metody ekonomické přidané hodnoty (EVA-Equity) na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí. V obou případech se bude jednat o dvoufázové ocenění, kdy pro první fázi bude zvoleno období let 2013 až 2016. Druhá fáze bude počínat rokem 2017 a předpokládá se, že bude trvat do nekonečna.

Samotnému ocenění bude nejprve předcházet sestavení dlouhodobého finančního plánu pro roky 2013 až 2017. Poté budou stanoveny náklady vlastního kapitálu pomocí modelu CAPM-SML beta verze. V závěru kapitoly bude stanovena hodnota vlastního kapitálu a srovnány výsledky získané pomocí obou použitých metod.

4.1 Dlouhodobý finanční plán

Sestavení dlouhodobého finančního plánu je nezbytným předpokladem pro ocenění prostřednictvím výnosových metod. Dlouhodobý finanční plán společnosti FINIDR, s.r.o. skládající se z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow, byl sestaven na základě výkazů oceňované společnosti z období let 2008 až 2012.

4.1.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Prostřednictvím výkazu zisku a ztráty bude zjištěn výsledek hospodaření za sledované období. Vývoj základních položek výkazu zisku a ztráty bude uveden v následujících tabulkách. Podrobný plán jednotlivých položek je součástí přílohy č. 9.

Plán obchodní marže

Obchodní marže představuje rozdíl mezi tržbami za prodej zboží a náklady vynaloženými na prodané zboží. Jelikož se společnost FINIDR, s.r.o. prodejem zboží zabývá pouze velmi okrajově, je obtížné plánovat budoucí vývoj této položky. Z tohoto důvodu je počítáno s konstantní hodnotou obchodní marže po celé plánované období, a to ve výši odpovídající roku 2012, viz tabulka 4.1.

Tabulka 4.1 Plán obchodní marže (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží	1 128	1 128	1 128	1 128	1 128
Náklady vynaložené na prodané zboží	1 162	1 162	1 162	1 162	1 162
Obchodní marže	-34	-34	-34	-34	-34

Plán výkonů

Výkony společnosti jsou určeny součtem tržeb za prodej výrobků a služeb, změnou stavu zásob vlastní činnosti a aktivací. Plán výkonů společnosti je zachycen v tabulce 4.2.

Tabulka 4.2 Plánované výkony (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Výkony	617 823	667 084	707 510	743 401	778 635
Tržby za prodej výrobků a služeb	618 574	665 586	706 187	742 202	777 457
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-972	1 278	1 103	979	958
Aktivace	220	220	220	220	220

Plán **tržeb za prodej výrobků a služeb** byl sestaven na základě výsledků provedené strategické analýzy, viz podkapitola 3.2.3. Položka **změna stavu zásob vlastní činnosti** je pro všechny roky odvozena od změny stavu rozvahové položky nedokončená výroba.

U položky **aktivace** byl v období 2008 až 2012 zaznamenán velmi nerovnoměrný vývoj. V letech 2011 a 2012 došlo k výraznému přírůstku aktivace, v důsledku tvorby nových propagačních materiálů společnosti. Pro následující období je počítáno s hodnotou aktivace na průměrné úrovni z let 2008 až 2010.

Plán výkonové spotřeby

Výkonová spotřeba je tvořena spotřebou materiálu, energie a služeb. Plán těchto položek je uveden v tabulce 4.3.

Tabulka 4.3 Plán výkonové spotřeby (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Výkonová spotřeba	395 685	425 757	451 729	474 767	497 318
Spotřeba materiálu a energie	314 094	337 965	358 581	376 868	394 770
Služby	81 592	87 793	93 148	97 899	102 549

U všech položek výkonové spotřeby (Y) byla na základě regresní analýzy zjištěna jejich lineární závislost na tržbách za prodej výrobků a služeb (X). Nejprve byla použita lineární regrese s konstantou ($Y=a+bX$), zde však nebyla pomocí t-testu prokázána statistická významnost regresního koeficientu a , z tohoto důvodu byl model zjednodušen a regresní koeficient a byl z modelu vypuštěn. Propoččet je uveden v příloze č. 11.

Pro odhad **spotřeby materiálu a energie** byla použita následující lineární regresní funkce $Y = 0,5078 X$. K odhadu položky **služeb** byla použita tato lineární regresní funkce $Y = 0,1319 X$.

Plán přidané hodnoty

Na základě plánu výkonů a výkonové spotřeby je možno určit plánovanou výši přidané hodnoty, jež je dána rozdílem těchto dvou položek. Plán přidané hodnoty pro období let 2013 až 2017 je uveden v tabulce 4.4.

Tabulka 4.4 Plán přidané hodnoty (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Přidaná hodnota	222 104	241 292	255 748	268 600	281 283

Plánovaná přidaná hodnota pro rok 2013 je v porovnání s rokem 2012 téměř na stejné úrovni. Důvodem tohoto jevu je velmi vysoká výše položky změny stavu zásob vlastní činnosti v roce 2012. Od roku 2014 je již plánován průběžný růst přidané hodnoty.

Plán osobních nákladů

Osobní náklady jsou tvořeny součtem položek mzdové náklady, náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění a sociální náklady. Výše plánovaných osobních nákladů je uvedena v tabulce 4.5.

Tabulka 4.5 Plán osobních nákladů (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Osobní náklady	164 689	177 205	188 015	197 604	206 990
Mzdové náklady	121 696	130 945	138 932	146 018	152 954
Náklady na SZ a ZP	41 377	44 521	47 237	49 646	52 004
Sociální náklady	1 616	1 739	1 845	1 939	2 031

U položky **mzdových nákladů** (Y) byla stejným způsobem jako u položek výkonové spotřeby zjištěna lineární závislost na tržbách za prodej výrobků a služeb, viz příloha č. 11. Plánovaná výše mzdových nákladů byla určena pomocí lineární regresní funkce $Y = 0,1967 X$. Výše **nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění** byla určena jako 34 % plánovaných mzdových nákladů. **Sociální náklady** (Y) byly stejně jako mzdové náklady určeny pomocí lineární regresní funkce ve tvaru $Y = 0,0026 X$.

Plán ostatních položek provozního výsledku hospodaření

Přehled ostatních výnosových a nákladových položek podílejících se na tvorbě provozního výsledku hospodaření je pro plánované období zachycen v tabulce 4.6.

Tabulka 4.6 Plán ostatních položek provozního výsledku hospodaření (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Daně a poplatky	355	425	509	610	731
Odpisy	28 214	26 162	24 661	31 889	31 686
Tržby z prodaného DM a materiálu	1 278	1 337	1 388	21 485	1 476
Zůstatková cena prodaného DM a mat.	1 142	1 142	1 142	5 636	1 142
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	88	92	97	102	107
Ostatní provozní výnosy	12 259	13 191	13 995	14 709	15 408
Ostatní provozní náklady	7 259	7 811	8 287	8 710	9 124

U položky **daní a poplatků** byl s výjimkou roku 2011 zaznamenán rostoucí trend. Tento trend bude zachován i do budoucna, a to ve výši průměrného růstu této položky, který činil 19,8 %.

Výše **odpisů** byla stanovena na základě průměrného podílu odpisů na konečném stavu odpisovaného dlouhodobého majetku v období let 2008 až 2012, který činil 11,8 %. Pro plánované období tedy budou odpisy činit 11,8 % z plánu dlouhodobého majetku společnosti.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu se u společnosti FINIDR, s.r.o. vyvíjely velmi nepravidelně. Jelikož společnost prováděla rozsáhlé investice do strojního vybavení, byly v roce 2009 a 2012 zaznamenány výnosy z prodeje již nepotřebného dlouhodobého majetku, který byl díky novým investicím vyřazen a prodán. V letech 2013 až 2015 a 2017 společnost s prodejem žádného dlouhodobého majetku nepočítá. Počítá se pouze s prodejem drobného majetku, a to v průměrné výši z let 2008, 2010 a 2011. V roce 2016 je naplánovaná obnovovací investice do strojního vybavení, z tohoto důvodu bude prodán jeden již nevyhovující tiskařský stroj. Tržby z prodeje materiálu byly stanoveny na základě průměrného podílu na tržbách v minulých letech.

Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku byla s výjimkou roku 2016 stanovena jako průměr zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku z let 2008, 2010 a 2011, jelikož v těchto letech nedošlo k významnému prodeji strojního vybavení. **Prodáný materiál** byl určen jako průměr výše prodaného materiálu v minulých letech.

Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období byla pro plánované období určena pouze jako změna stavu rezerv, jelikož ostatní položky jsou jen obtížně plánovatelné. Společnost předpokládá tvorbu rezerv na nevyčerpanou dovolenou svých zaměstnanců. Výše této položky byla určena rozdílem konečného a počátečního stavu položky ostatních rezerv v rozvaze.

Ostatní provozní výnosy a náklady společnosti jsou plánovány dle průměrného podílu těchto položek na tržbách v minulých letech.

Plán provozního výsledku hospodaření

Na základě dílčích plánů jednotlivých výnosových a nákladových položek v provozní oblasti je možno určit výši plánovaného provozního výsledku hospodaření společnosti. Výsledné hodnoty pro období 2013 až 2017 jsou uvedeny v tabulce 4.7.

Tabulka 4.7 Plán provozního výsledku hospodaření (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní výsledek hospodaření	33 894	42 983	48 419	60 245	48 389

Ve srovnání s minulými roky je pro začátek plánovaného období naplánován nižší provozní výsledek hospodaření. Pokud se detailněji zaměříme na položky výkazu zisku a ztráty v minulých letech zjistíme, že vyššího provozního výsledku hospodaření bylo dosaženo díky několika „mimořádnostem“. V roce 2009 stál za vyšším provozním VH výnos z prodeje dlouhodobého majetku. V roce 2011 působilo na výši provozního VH vysoké kladné saldo ostatních provozních výnosů a nákladů. V roce 2012 byly pro změnu ve velkém objemu čerpány opravné položky k pohledávkám. V následujících letech není s těmito mimořádnostmi počítáno, v úvahu je brán pouze výnos z prodeje dlouhodobého majetku v roce 2016. Nižší provozní VH v roce 2017 (oproti roku 2015) je dán vyššími odpisy.

Plán finančního výsledku hospodaření

Plán finančního výsledku hospodaření včetně jednotlivých výnosových a nákladových položek je uveden v tabulce 4.8.

Tabulka 4.8 Plán finančního výsledku hospodaření (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Výnosové úroky	32	75	161	87	113
Nákladové úroky	3 636	3 000	2 460	3 464	3 175
Ostatní finanční výnosy	27 940	30 064	31 897	33 524	35 117
Ostatní finanční náklady	30 990	33 345	35 379	37 184	38 950
Finanční VH	-6 654	-6 207	-5 781	-7 036	-6 896

Výnosové úroky společnosti jsou pro jednotlivé roky stanoveny průměrným podílem výnosových úroků na konečném stavu krátkodobého finančního majetku. Tento podíl činil 1,34 %.

Nákladové úroky jsou určeny průměrným podílem nákladových úroků na konečném stavu bankovních úvěrů. Průměrný podíl za minulé období činil 3,18 %.

Ostatní finanční výnosy a náklady jsou plánovány na základě jejich průměrného podílu na tržbách za prodej výrobků a služeb v minulých obdobích.

Výsledný **finanční výsledek hospodaření** je na základě prognózy vývoje dílčích položek finančních výnosů a nákladů plánován pro všechna období v záporné výši. Ve srovnání s minulými roky však nebude docházet k podstatným výkyvům v jeho výši.

Plán výsledku hospodaření za účetní období

V tabulce 4.9 jsou zachyceny plánované výsledky hospodaření společnosti FINIDR, s.r.o. pro období 2013 až 2017.

Tabulka 4.9 Plán výsledku hospodaření za účetní období (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní VH	33 894	42 983	48 419	60 245	48 389
Finanční VH	-6 654	-6 207	-5 781	-7 036	-6 896
Mimořádný VH	0	0	0	0	0
VH před zdaněním	27 240	36 776	42 638	53 209	41 493
Daň z příjmu za běžnou činnost	5 176	6 987	8 101	10 110	7 884
VH za účetní období	22 064	29 788	34 537	43 099	33 609

Provozní výsledek hospodaření, jenž je dán rozdílem mezi provozními výnosy a náklady, by měl v průběhu následujícího období pozvolna narůstat. Finanční výsledek hospodaření je díky vyšším plánovaným finančním nákladům stanoven jako záporný. Mimořádný výsledek hospodaření není, vzhledem ke své povaze, plánován vůbec. Daň z příjmu za běžnou činnost je po celé sledované období nastavena na úrovni 19 %. V případě výsledku hospodaření za účetní období je možno v roce 2017 sledovat nižší hodnotu než v roce 2015. Tato skutečnost je dána růstem odpisů v posledním roce.

4.1.2 Plánovaná rozvaha

Sestavení plánované rozvahy je rozděleno do dvou kroků, nejprve bude sestaven plán aktiv, následně plán pasiv. Kompletní plánovaná rozvaha společnosti FINIDR, s.r.o. na období let 2013 až 2017 je uvedena v příloze č. 10.

4.1.2.1 Plán aktiv

Aktiva společnosti je možno rozdělit na dlouhodobý majetek, oběžná aktiva a časové rozlišení.

Plán dlouhodobého majetku

Dlouhodobý majetek je možno dle povahy rozčlenit na dlouhodobý majetek nehmotný, hmotný a finanční. Plán jednotlivých položek dlouhodobého majetku je uveden v tabulce 4.10.

Tabulka 4.10 Plán dlouhodobého majetku (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobý nehmotný majetek	993	993	993	993	993
Dlouhodobý hmotný majetek	238 161	220 764	208 048	269 310	267 587
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek celkem	239 154	221 757	209 041	270 303	268 580

Výše **dlouhodobého nehmotného majetku** byla ponechána na úrovni z roku 2012, jelikož v této oblasti společnost neplánuje žádné změny. V letech 2011 a 2012 společnost významně investovala do softwarového vybavení. Pro zajištění aktualizace softwaru se počítá s tím, že investice budou v plánovaném období rovny odpisům. Další položkou nehmotného majetku představují ocenitelná práva, jejichž hodnota byla ponechána na úrovni z roku 2012. S nedokončeným nehmotným majetkem společnost nepočítá.

U **dlouhodobého hmotného majetku** je naplánován pokles jeho hodnoty, a to až do roku 2015. V rámci této položky je reflektován minulý vývoj, kdy byla prováděna obnova dlouhodobého majetku zpravidla ve čtyřletých cyklech. Jelikož společnost neplánuje dále rozšiřovat svůj areál, zůstane hodnota pozemků na úrovni z roku 2012. Stavby vykazovaly ve sledovaném období klesající tendenci, průměrně 2,3 %, s tímto poklesem bude počítáno i nadále s výjimkou roku 2015, kdy je naplánována drobná investice (3 mil. Kč) na opravu střechy. V roce 2012 byla uskutečněna rozsáhlá investice do strojního vybavení, kdy byl pořízen jeden tiskový a tři klíčové knihařské stroje. V letech 2013 až 2015 bude hodnota samostatných movitých věcí klesat, a to průměrným tempem z let 2008 až 2011. Pro rok 2016 je plánována další rozsáhlá investice do strojního vybavení ve výši přibližně 63 mil. Kč. Potřeba investic je dána nutností neustálé implementace nových technologií ve výrobě, díky nimž se tiskárna FINIDR může zařadit mezi absolutní špičku nejen v Evropě. V roce 2017 se již budou investice do samostatných movitých věcí rovnat odpisům. Jiný dlouhodobý hmotný majetek se bude pro plánované období udržovat na úrovni roku 2012. V případě nedokončeného dlouhodobého majetku je do budoucna počítáno s výší na průměrné úrovni let 2008 až 2012. O poskytnutí záloh na dlouhodobý hmotný majetek společnost v plánovaném období neuvažuje.

Dlouhodobý finanční majetek nebyl u společnosti evidován a ani do budoucna se s jeho pořízením nepočítá.

Plán oběžných aktiv a časového rozlišení

Plán jednotlivých položek oběžných aktiv a časového rozlišení pro období let 2013 až 2017 je uveden v tabulce 4.11.

Tabulka 4.11 Plán oběžných aktiv a časového rozlišení (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Zásoby	26 888	28 932	30 696	32 262	33 794
Dlouhodobé pohledávky	1 310	928	657	466	330
Krátkodobé pohledávky	153 723	165 406	175 496	184 446	193 207
Krátkodobý finanční majetek	2 386	5 618	12 061	6 534	8 443
Oběžná aktiva	184 307	200 883	218 910	223 708	235 774
Časové rozlišení	1 063	1 063	1 063	1 063	1 063

Výše plánovaných **zásob** společnosti byla určena dopočtem do vzorce doby obratu zásob, a to na základě plánu tržeb a průměrné doby obratu zásob v minulých letech. Dílčí položky zásob, tedy materiál a nedokončená výroba, byly určeny průměrným podílem těchto položek na zásobách v minulých letech.

Jelikož se společnost snaží budovat kvalitní portfolio bonitních zákazníků, předpokládá se, že bude i v budoucnu docházet ke snižování objemu **dlouhodobých pohledávek**, a to průměrným tempem z období let 2010 až 2012.

Výše plánovaných **krátkodobých pohledávek** byla zjištěna dopočtem do vzorce doby obratu krátkodobých pohledávek, a to opět na základě plánu tržeb a průměrné doby obratu krátkodobých pohledávek v minulých letech. K určení výše dílčích položek krátkodobých pohledávek bylo použito jejich průměrného podílu na krátkodobých pohledávkách z minulých let.

Krátkodobý finanční majetek byl určen na základě konečného stavu peněžních prostředků na konci účetního období, který byl zjištěn v rámci plánovaného výkazu cash flow. Výše prostředků na bankovním účtu byla určena jako rozdíl krátkodobého finančního majetku a položky peníze, u níž se předpokládá po celé plánované období zůstatek 200 tis. Kč.

Společnost rovněž eviduje položky **časového rozlišení**, a to v podobě nákladů a příjmů příštích období. Jednotlivé položky časového rozlišení byly určeny v konstantní hodnotě, která odpovídá průměrné výši těchto položek v minulých letech.

Plán celkových aktiv

Plánovaná výše celkových aktiv společnosti FINIDR, s.r.o. byla určena součtem plánovaných hodnot položek dlouhodobého majetku, oběžných aktiv a časového rozlišení. Konečné hodnoty jsou uvedeny v tabulce 4.12.

Tabulka 4.12 Plán celkových aktiv (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Aktiva celkem	424 523	423 703	429 014	495 073	505 417

4.1.2.2 Plán pasiv

Strana pasiv je představována zdroji, které slouží k financování aktiv společnosti. Pasiva zahrnují vlastní kapitál, cizí zdroje a časové rozlišení.

Plán vlastního kapitálu

Plánovaná výše jednotlivých položek vlastního kapitálu je uvedena v tabulce 4.13.

Tabulka 4.13 Plán vlastního kapitálu (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Základní kapitál	32 170	32 170	32 170	32 170	32 170
Kapitálové fondy	10	10	10	10	10
Rezervní fond a ostatní fondy	3 315	3 315	3 315	3 315	3 315
Nerozdělený zisk	135 052	138 116	148 405	167 941	190 541
VH běžného účetního období	22 064	29 788	34 537	43 099	33 609
Vlastní kapitál	192 611	203 400	218 436	246 536	259 645

Základní kapitál společnosti FINIDR, s.r.o. je po celé období plánován v konstantní výši odpovídající roku 2012. Se změnou se nepočítá ani u položky **kapitálových fondů**, jejich hodnota je rovněž ponechána na úrovni roku 2012.

V rámci **položky rezervní fond a ostatní fondy** je evidován zákonný rezervní fond, statutární fond a ostatní fondy. Zákonný rezervní fond má již společnost vytvořen v potřebné výši, proto se v budoucnu u této položky se žádnou změnou nepočítá. Rovněž není plánováno ani navýšení ostatních fondů.

Další položku vlastního kapitálu představuje **nerozdělený zisk**, jenž je dán součtem nerozděleného zisku minulých let a výsledku hospodaření běžného účetního období předcházejícího roku po odpočtu vyplacených podílů na zisku. Během plánovaného období budou vypláceny podíly na zisku, jejichž výše pro jednotlivé roky je uvedena v plánu cash flow.

Výsledek hospodaření běžného účetního období byl převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty.

Plán cizích zdrojů a časového rozlišení

Plán jednotlivých položek cizích zdrojů a časového rozlišení společnosti FINIDR, s.r.o. pro období let 2013 až 2017 je uveden v tabulce 4.14.

Tabulka 4.14 Plán cizích zdrojů (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Rezervy	1 842	1 934	2 030	2 132	2 239
Dlouhodobé závazky	206	216	227	238	250
Krátkodobé závazky	115 274	123 529	130 659	136 983	143 174

	2013	2014	2015	2016	2017
Bankovní úvěry a výpomoci	114 199	94 233	77 270	108 792	99 717
Cizí zdroje	231 520	219 912	210 186	248 145	245 379
Časové rozlišení	392	392	392	392	392

V rámci položky **rezervy** jsou u společnosti tvořeny rezervy na nevyčerpanou dovolenou zaměstnanců. U této položky je naplánován každoroční růst ve výši 5 %, jelikož společnost plánuje zaměstnat nové zaměstnance.

Společnost dále eviduje **dlouhodobé závazky** v podobě závazků z obchodních vztahů. V souvislosti s růstem objemu výroby je počítáno s jejich meziročním růstem o 5 %.

Krátkodobé závazky byly ve sledovaném období tvořeny závazky z obchodních vztahů, závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení (SZ) a zdravotního pojištění (ZP), závazky vůči státu, krátkodobými přijatými zálohami a dohadnými účty pasivními. Výše závazků z obchodních vztahů byla zjištěna dopočtem do vzorce doby obratu závazků z obchodních vztahů, a to na základě plánu tržeb a průměrné doby obratu závazků z obchodních vztahů v minulých letech. Výše závazků k zaměstnancům byla stanovena jako průměrný podíl závazků k zaměstnancům na mzdových nákladech v minulých letech. Závazky ze SZ a ZP byly odvozeny od průměrného podílu těchto závazků na nákladech na SZ a ZP v minulých letech. Výše závazků vůči státu byla ponechána na úrovni odpovídající roku 2012. Krátkodobé přijaté zálohy byly stanoveny dle průměrné výše této položky v minulých letech. U dohadných účtů pasivních se počítá s konstantní výší odpovídající úrovni z roku 2012.

Bankovní úvěry a výpomoci zahrnují jak dlouhodobé, tak krátkodobé bankovní úvěry. Při plánování výše těchto položek se vycházelo z již dříve přijatých úvěrů a také z plánovaných investic. Společnost FINIDR, s.r.o. bude v plánovaném období pokračovat ve splácení jak dlouhodobých úvěrů čerpaných v dřívějších letech, tak úvěru získaného v roce 2012. Navíc dojde v roce 2016, díky investici do modernizace strojního vybavení, k přijetí dalšího dlouhodobého bankovního úvěru ve výši 47 mil. Kč. V roce 2017 již budou investice odpovídat výši odpisů, z tohoto důvodu plánuje společnost čerpat úvěr ve výši 12 mil. Kč. Krátkodobé bankovní úvěry jsou tvořeny jednak splátkami dlouhodobého úvěru připadajícími na následující rok, a také kontokorentním úvěrem, který společnost využívá k financování svého běžného chodu.

V rámci **časového rozlišení** jsou evidovány výdaje příštích období, jejichž výše byla určena v konstantní hodnotě, která odpovídá průměrné výši této položky v minulých letech.

Plán celkových pasiv

Plánovaná výše celkových pasiv společnosti FINIDR, s.r.o. byla určena součtem plánovaných hodnot položek vlastního kapitálu, cizích zdrojů a časového rozlišení. Konečné hodnoty jsou uvedeny v tabulce 4.15.

Tabulka 4.15 Plán celkových pasiv (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Pasiva celkem	424 524	423 704	429 014	495 073	505 417

4.1.3 Plánovaný výkaz cash flow

Prostřednictvím plánovaného výkazu cash flow byl zjištěn konečný stav peněžních prostředků pro jednotlivé roky. Plán cash flow bude složen ze čtyř dílčích plánů, a to plánu cash flow z provozní, investiční a finanční činnosti a plánu konečného stavu peněžních prostředků.

Plán cash flow z provozní činnosti

V tabulce 4.16 jsou zachyceny veškeré plánované peněžní toky, které bude společnost generovat v rámci své provozní činnosti.

Tabulka 4.16 Plán cash flow z provozní činnosti (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
EAT	22 064	29 788	34 537	43 099	33 609
Odpisy	28 214	26 162	24 661	31 889	31 686
Změna stavu rezerv	88	92	97	102	107
Změna stavu pohledávek	-16 549	-11 301	-9 819	-8 759	-8 625
Změna stavu krátkodobých závazků	14 190	8 255	7 130	6 324	6 191
Změna stavu zásob	-1 425	-2 043	-1 765	-1 566	-1 532
Změna časového rozlišení aktiv	687	0	0	0	0
Změna časového rozlišení pasiv	30	0	0	0	0
Cash flow z provozní činnosti	47 299	50 953	54 840	71 090	61 434

Výše čistého zisku, odpisů a změny stavu rezerv byla převzata z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Výše změn ostatních položek, tzn. **pohledávek, krátkodobých závazků, zásob a časového rozlišení**, byla určena na základě rozdílu konečného stavu těchto položek v běžném a předcházejícím účetním období, a to při respektování dopadu těchto změn na stav peněžních prostředků.

Plán cash flow z investiční činnosti

Plánované peněžní toky související s investicemi do dlouhodobého majetku jsou uvedeny v tabulce 4.17.

Tabulka 4.17 Plán cash flow z investiční činnosti (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Investice do dlouhodobého majetku	-8 513	-8 765	-11 945	-93 151	-29 962
Cash flow z investiční činnosti	-8 513	-8 765	-11 945	-93 151	-29 962

Velikost **investic do dlouhodobého majetku** je určena na základě rozdílu mezi konečným stavem dlouhodobého majetku běžného a předchozího účetního období, který je dále navýšen o odpisy běžného účetního období. Je zřejmé, že v letech 2013 až 2015 investice nepokrývají opotřebení dlouhodobého majetku. V rámci nastavené strategie společnosti, jsou rozsáhlejší investice plánovány přibližně ve čtyřletých cyklech, takže významná obnovovací investice je naplánována na rok 2016. Pro rok 2017 se počítá s obnovovacími investicemi již ve výši odpisů samostatných movitých věcí.

Plán cash flow z finanční činnosti

Peněžní tok z finanční činnosti je tvořen změnou stavu bankovních úvěrů a dlouhodobých závazků a dále vyplacenými podíly na zisku. Plán těchto položek na období let 2013 až 2017 je uveden v tabulce 4.18.

Tabulka 4.18 Plán cash flow z finanční činnosti (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Změna stavu bankovních úvěrů	-23 601	-19 966	-16 963	31 522	-9 075
Změna stavu dlouhodobých závazků	10	10	11	11	12
Vyplacené podíly na zisku	15 000	19 000	19 500	15 000	20 500
Cash flow z finanční činnosti	-38 591	-38 956	-36 452	16 533	-29 563

Změna stavu bankovních úvěrů a dlouhodobých závazků je určena na základě rozdílu konečného stavu těchto položek v běžném a předcházejícím účetním období, a to při respektování dopadu těchto změn na stav peněžních prostředků.

Podíly na zisku budou vyplaceny v takové výši, aby byla zajištěna dostatečná likvidita společnosti.

Plán konečného stavu peněžních prostředků

Na základě dílčích plánů cash flow z provozní, investiční a finanční činnosti je možno stanovit změnu peněžních prostředků za účetní období. Pokud změnu peněžních prostředků přičteme k počátečnímu stavu peněžních prostředků, zjistíme konečný stav peněžních prostředků v účetním období. Plán konečného stavu peněžních prostředků je uveden v tabulce 4.19.

Tabulka 4.19 Plán konečného stavu peněžních prostředků (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Počáteční stav peněžních prostředků	2 191	2 414	5 674	12 146	6 647
Cash flow z provozní činnosti	47 299	50 953	54 840	71 090	61 434
Cash flow z investiční činnosti	-8 513	-8 765	-11 945	-93 151	-29 962
Cash flow z finanční činnosti	-38 591	-38 956	-36 452	16 533	-29 563
Změna peněžních prostředků	195	3 232	6 443	-5 528	1 909
Konečný stav peněžních prostředků	2 386	5 618	12 061	6 533	8 443

4.2 Stanovení nákladů kapitálu

Dalším nezbytným krokem při oceňování společnosti je stanovení nákladů kapitálu. Tento krok je důležitý zejména při aplikaci výnosových metod ocenění, kdy náklady kapitálu představují diskontní sazbu při výpočtu současné hodnoty budoucí řady peněžních toků.

V rámci ocenění bude stanovena hodnota společnosti pomocí metody diskontovaných peněžních toků (DCF - Equity) a metody ekonomické přidané hodnoty (EVA-Equity) na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí, z tohoto důvodu je potřeba vyčíslit náklady na vlastní kapitál. Stanovení nákladů vlastního kapitálu bude založeno na bázi tržního přístupu, a to za pomoci modelu CAPM-SML beta verze.

V tabulce 4.20 jsou uvedena vstupní data pro výpočet hodnoty nákladů vlastního kapitálu.

Tabulka 4.20 Stanovení nákladů vlastního kapitálu

		1.fáze				2.fáze
	Označení	2013	2014	2015	2016	2017
Beta unlevered	β^U	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07
Daňová sazba (v %)	t	19	19	19	19	19
Vlastní kapitál (v tis. Kč)	E	192 611	203 400	218 436	246 536	259 645
Cizí kapitál (v tis. Kč)	D	114 199	94 233	77 270	108 792	99 717
Beta levered	β^L	1,58	1,47	1,38	1,45	1,58
Bezriziková sazba (v %)	R_F	0,2530	0,2530	0,2530	0,2530	4,0610
Riziková premie (v %)	$E(R_M)-R_F$	7,080	7,080	7,080	7,080	7,08
Náklady vl. kapitálu (v %)	R_E	11,47	10,67	10,00	10,54	15,27

Zdroj: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, patria.cz

Hodnota koeficientu **beta unlevered** (pro nezadluženou firmu) je určena na základě průměrného koeficientu beta pro oblast paper/forest products v Evropě při nulovém zadlužení, kterou uvádí A. Damodaran ve své studii. Předpokládá se, že hodnota tohoto koeficientu zůstane stejná v 1. i 2. fázi.

Hodnota koeficientu **beta levered** (pro zadluženou firmu) je stanovena dle vztahu (2.45), a to v závislosti na koeficientu beta unlevered, daňové sazbě a poměru úročeného cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu.

Bezriziková sazba pro první fázi je odvozena z aktuální hodnoty výnosu do splatnosti českého státního dluhopisu s dobou splatnosti v roce 2016 dle serveru patria.cz k 2. 3.2014. Pro druhou fázi je bezriziková sazba určena dle aktuální hodnoty výnosu do splatnosti českého státního dluhopisu s dobou splatnosti v roce 2057 dle serveru patria.cz k 2. 3.2014.

Hodnota **rizikové prémie** je určena na základě rizikové prémie stanovené k lednu roku 2013 pro Českou republiku dle studie profesora A. Damodarana. Předpokládá se, že hodnota rizikové prémie bude v obou fázích ve stejné výši.

Náklady vlastního kapitálu byly pro jednotlivé roky vyčísleny dle vzorce (2.44).

4.3 Stanovení hodnoty podniku metodou DCF-Equity

V případě použití metody DCF-Equity je oceňována hodnota vlastního kapitálu společnosti. Jedná se tedy o zjištění hodnoty, která připadá vlastníkům společnosti. Podstata ocenění metodou DCF-Equity spočívá ve stanovení volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE), které jsou následně diskontovány náklady vlastního kapitálu (R_E). K ocenění společnosti FINIDR, s.r.o. bude použita dvoufázová metoda, přičemž délka trvání první fáze bude 4 roky (2013 až 2016) a druhá fáze, počínaje rokem 2017, bude trvat do nekonečna.

4.3.1 Vymezení volných peněžních toků pro vlastníky

Volné peněžní toky pro vlastníky jsou stanoveny pomocí vzorce (2.39). Potřebná data byla získána z dlouhodobého finančního plánu sestaveného v předchozí subkapitole. Postup výpočtu, včetně výsledné hodnoty volných peněžních toků pro vlastníky, je uveden v tabulce 4.21.

Tabulka 4.21 Plánované volné peněžní toky pro vlastníky (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
EAT	22 064	29 788	34 537	43 099	33 609
Odpisy	28 214	26 162	24 661	31 889	31 686
Δ ČPK	7 931	11 324	12 382	-7 124	8 728
Investice	8 513	8 765	11 945	93 151	29 962
Čerpání úvěru	0	0	0	47 000	12 000
Splátky úvěru	23 376	19 966	16 963	15 478	21 075
FCFE	10 458	15 895	17 908	20 483	17 530

4.3.2 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF-Equity

Na základě vymezených volných peněžních toků pro vlastníky a zjištěných nákladů kapitálu je možno přistoupit ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti FINIDR, s.r.o. Postup ocenění je uveden v tabulce 4.22.

Tabulka 4.22 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti FINIDR, s.r.o. metodou DCF-Equity (v tis. Kč)

	1. fáze				2. fáze
	2013	2014	2015	2016	2017
FCFE	10 458	15 895	17 908	20 483	17 530
R_E (v %)	11,47	10,67	10,00	10,54	15,27
Diskontní faktor	0,8971	0,8106	0,7369	0,6667	
Diskontované FCFE	9 383	12 885	13 197	13 656	
Hodnota 1. fáze	49 120				
g (v %)	0,0475				
Pokračující hodnota	166 555				
Hodnota 2. fáze	111 041				
Hodnota vlastního kapitálu	160 161				

Hodnota podniku v první fázi je určena dle vztahu (2.62) a činí 49 20 tis. Kč. Pokračující hodnota je určena na základě vztahu (2.63), přičemž je počítáno s 4,75% tempem růstu. Tempo růstu g bylo stanoveno dle očekávaného růstu tržeb v roce 2017 zjištěného v rámci strategické analýzy. Hodnota druhé fáze určená dle vzorce (2.64) představuje pokračující hodnotu diskontovanou náklady vlastního kapitálu první fáze a činí 111 041 tis. Kč. Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti FINIDR, s.r.o. byla zjištěna součtem hodnoty první a druhé fáze (viz vzorec 2.61) a činí 160 161 tis. Kč.

4.3.3 Analýza citlivosti u metody DCF-Equity

Stanovení hodnoty vlastního kapitálu prostřednictvím metody DCF-Equity bylo provedeno na základě dlouhodobého finančního plánu, jenž byl sestaven s určitou mírou nejistoty ohledně budoucího vývoje společnosti. Může tak nastat situace, že dosažené výsledky společnosti budou ve skutečnosti jiné, než bylo plánováno. Z tohoto důvodu bude dále zkoumáno, jaký vliv na výslednou hodnotu vlastního kapitálu bude mít případná změna vstupních parametrů.

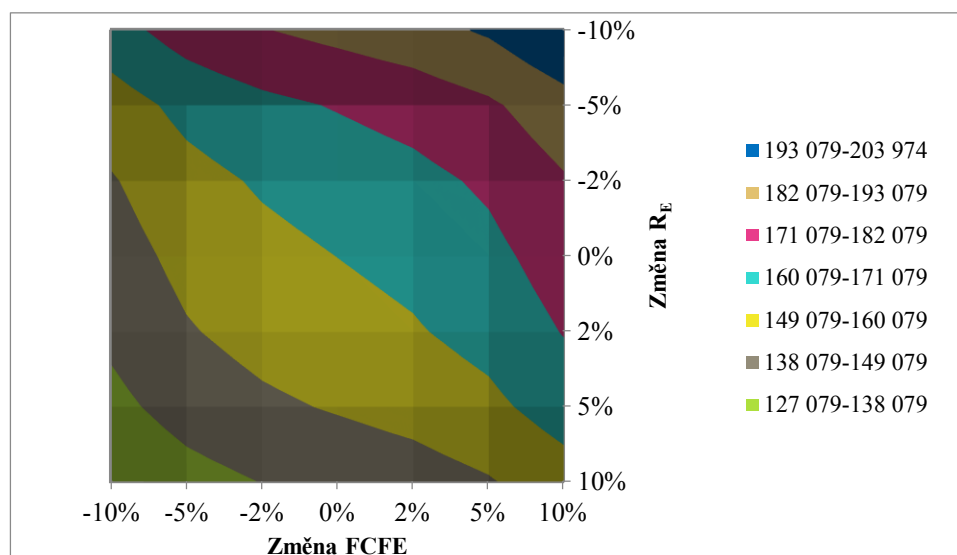
V případě metody DCF-Equity je provedena analýza citlivosti na současnou změnu volných peněžních toků FCFE a nákladů vlastního kapitálu R_E při změně těchto parametrů o $\pm 2\%$, $\pm 5\%$ a $\pm 10\%$. Dále bude zkoumán vliv změny tempa růstu g na 0% , 2% , 5% a 10% . Vliv změn volných peněžních toků FCFE a nákladů kapitálu R_E na výslednou hodnotu vlastního kapitálu je vyčíslen v tabulce 4.23.

Tabulka 4.23 Vliv změny FCFE a R_E na hodnotu vlastního kapitálu (v tis. Kč)

		FCFE						
	Změna	-10 %	-5 %	-2 %	0 %	2 %	5 %	10 %
R _E	-10 %	166 888	176 159	181 722	185 431	189 139	194 702	203 974
	-5 %	154 640	163 231	168 386	171 822	175 259	180 414	189 005
	-2 %	148 151	156 389	161 327	164 620	167 912	172 851	181 082
	0 %	144 145	152 153	156 957	160 161	163 164	168 169	176 177
	2 %	140 354	148 151	152 830	155 949	159 068	163 746	171 544
	5 %	135 046	142 548	147 050	150 051	153 052	157 554	165 056
	10 %	127 079	134 139	138 375	141 199	144 023	148 259	155 319

V závislosti na změnách volných peněžních toků a nákladů na vlastní kapitál se výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti pohybuje v intervalu 127 079 tis. Kč až 203 974 tis. Kč. Snížení volných peněžních toků vede k poklesu hodnoty vlastního kapitálu, naopak snížení nákladů na vlastní kapitál se projeví v růstu hodnoty vlastního kapitálu společnosti.

Graf 4.1 Vliv změny FCFE a R_E na hodnotu vlastního kapitálu (v tis. Kč)



Vliv změny tempa růstu g na výslednou hodnotu vlastního kapitálu je uveden v tabulce 4.24.

Tabulka 4.24 Vliv změny g na hodnotu vlastního kapitálu (v tis. Kč)

g	0 %	2 %	5 %	10 %
Hodnota VK	125 630	137 157	162 862	270 680

Pokud by nastala výše uvedené změna tempa růstu g , pak by se výsledná hodnota vlastního kapitálu pohybovala v rozmezí 125 630 tis. Kč až 270 680 tis. Kč.

4.4 Stanovení hodnoty podniku metodou EVA-Equity

Stanovení hodnoty podniku je také provedeno pomocí metody EVA-Equity. Ke stanovení ukazatele EVA bude použita rentabilita vlastního kapitálu ROE, náklady vlastního kapitálu R_E a vlastní kapitál E. Pro výpočet je opět použita dvoufázová metoda ocenění.

4.4.1 Výpočet ukazatele EVA

Výpočet ukazatele EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí dle vzorce (2.47) je uveden v tabulce 4.25.

Tabulka 4.25 Výpočet ukazatele EVA

	2013	2014	2015	2016	2017
EAT (v tis. Kč)	22 064	29 788	34 537	43 099	33 609
E (v tis. Kč)	192 611	203 400	218 436	246 536	259 645
ROE (v %)	11,46	14,65	15,81	17,48	12,94
R_E (v %)	11,47	10,67	10,00	10,54	15,27
EVA (v tis. Kč)	-22	8 083	12 695	17 123	-6 051

Ukazatel rentability vlastního kapitálu byl propočten dle vzorce 2.7, a to s použitím plánovaných hodnot čistého zisku a vlastního kapitálu. Výše nákladů vlastního kapitálu byla převzata z tabulky 4.20.

4.4.2 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA-Equity

Na základě stanovení výše EVA a zjištěných nákladů kapitálu je možno přistoupit ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti FINIDR, s.r.o. Postup ocenění je uveden v tabulce 4.26.

Tabulka 4.26 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti FINIDR, s.r.o. metodou EVA- Equity (v tis. Kč)

	1. fáze				2. fáze
	2013	2014	2015	2016	2017
EVA	-22	8 083	12 695	17 123	-6 051
R_E (v %)	0,1147	0,1067	0,1000	0,1054	0,1527
Diskontní faktor	0,8971	0,8106	0,7369	0,6667	
Diskontovaná EVA	-20	6 552	9 355	11 416	
Hodnota 1. fáze	27 303				
g (v %)	0,0475				
Pokračující hodnota	-57 491				
Hodnota 2. fáze	-38 328				
MVA	-11 025				
BVE	185 547				
Hodnota vlastního kapitálu	174 522				

Hodnota první fáze je určena modifikací vztahu (2.62) a činí 27 303 tis. Kč. Pokračující hodnota je určena na základě modifikace vztahu (2.63), přičemž je počítáno s 4,75% tempem růstu. Tempo růstu g bylo stanoveno dle očekávaného růstu tržeb v roce 2017 zjištěného v rámci strategické analýzy. Hodnota druhé fáze určená dle vzorce (2.64) představuje pokračující hodnotu diskontovanou náklady vlastního kapitálu první fáze a činí – 38 328 tis. Kč. Současná hodnota budoucích EVA, tedy MVA, byla určena součtem hodnoty 1. a 2. fáze a činí - 11 025 tis. Kč. Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti FINIDR, s.r.o. byla zjištěna součtem MVA a účetní hodnoty vlastního kapitálu k datu ocenění (viz vzorec 2.59) a činí 174 522 tis. Kč.

4.4.3 Analýza citlivosti u metody EVA-Equity

Analýza citlivosti na změnu vstupních parametrů bude provedena i v případě stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti pomocí metody EVA-Equity. Zde bude zkoumán vliv změny čistého zisku EAT, vlastního kapitálu E a nákladů vlastního kapitálu R_E .

Dopad změn vstupních parametrů na výslednou hodnotu vlastního kapitálu společnosti je uveden v tabulce 4.27.

Tabulka 4.27 Vliv změny jednotlivých parametrů na tržní hodnotu vlastního kapitálu (v tis. Kč)

Změna	-10,00 %	-5,00 %	-2,00 %	0,00 %	2,00 %	5,00 %	10,00 %
Hodnota VK po změně EAT	143 419	158 971	168 301	186 441	180 742	190 073	205 624
Hodnota VK po změně E	206 727	190 624	180 963	174 522	168 081	158 419	142 317
Hodnota VK po změně R_E	204 887	188 562	179 886	186 441	169 418	162 392	151 438

V rámci výše uvedených změn EAT byla zjištěna výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti pohybující se v rozmezí 143 419 tis. Kč až 205 624 tis. Kč. Z dosažených výsledků je patrné, že pokles čistého zisku způsobuje významné snížení hodnoty vlastního kapitálu společnosti.

V závislosti na změně hodnoty vlastního kapitálu dochází ke změně tržní hodnoty vlastního kapitálu stanovené pomocí metody EVA-Equity, a to v rozmezí 142 317 tis. Kč až 206 727 tis. Kč. Pokles účetní hodnoty vlastního kapitálu se pozitivně projevuje na tržní hodnotě vlastního kapitálu společnosti.

Dalším zkoumaným parametrem, jenž významně ovlivňuje výslednou hodnotu vlastního kapitálu společnosti, jsou náklady vlastního kapitálu. Pokud bude docházet k výše uvedeným změnám nákladů vlastního kapitálu, bude se výsledná tržní hodnota vlastního

kapitálu pohybovat v intervalu 151 438 tis. Kč až 204 887 tis. Kč. Snížení nákladů vlastního kapitálu přispívá k růstu tržní hodnoty vlastního kapitálu.

Vliv změny tempa růstu g na výslednou hodnotu vlastního kapitálu je uveden v tabulce 4.28.

Tabulka 4.28 Vliv změny g na hodnotu vlastního kapitálu (v tis. Kč)

g	0 %	2 %	5 %	10 %
Hodnota VK	186 441	182 462	173 589	136 373

Z výše uvedených dat je zřejmé, že zvyšování tempa růstu g povede ke snižování tržní hodnoty vlastního kapitálu, vlivem negativní hodnoty EVA.

4.5 Zhodnocení a komparace dosažených výsledků

Stanovení hodnoty společnosti FINIDR, s.r.o. bylo provedeno pomocí dvoufázových výnosových metod ocenění, a to metodou diskontovaných peněžních toků FCFE a dále metodou ekonomické přidané hodnoty EVA-Equity na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí. Jelikož byla zvolena varianta equity, představuje výsledné ocenění tržní hodnotu vlastního kapitálu společnosti. Výsledné hodnoty vlastního kapitálu společnosti FINIDR, s.r.o. k 1. 1.2013 zjištěné pomocí obou metod jsou uvedeny v tabulce 4.29.

Tabulka 4.29 Výsledné hodnoty ocenění a účetní hodnota vlastního kapitálu k 1.1.2013 (v tis. Kč)

	DCF-Equity	EVA-Equity	Účetní hodnota
Hodnota VK	160 161	174 522	185 547

Prostřednictvím metody DCF-Equity byla zjištěna tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti ve výši 160 161 tis. Kč. Je zřejmé, že takto zjištěná hodnota je o 25 386 tis. Kč nižší, než hodnota vlastního kapitálu zachycená v účetnictví. Vzniklý rozdíl je dán zejména skutečností, že v rámci výnosových metod se vychází z tržního ocenění, které se může od nominálních účetních hodnot značně lišit. Výsledné ocenění vlastního kapitálu bylo rovněž ovlivněno nižší hodnotou FCFE ve druhé fázi, a to především díky vysokým splátkám úvěrů, které souvisejí s průběžnou modernizací výrobních zařízení.

Metodou EVA-Equity bylo dosaženo o něco vyšší tržní hodnoty vlastního kapitálu, a to 174 522 tis. Kč. Porovnáním tohoto výsledku s účetní hodnotou vlastního kapitálu uvedenou v rozvaze je možno zjistit, že tržní hodnota vlastního kapitálu je opět nižší, a to o 11 025 tis. Kč. Tento rozdíl zde, stejně jako u předchozí metody, do značné míry vzniká především použitím tržního ocenění. Navíc, jak je zřejmé z tabulky 4.25, díky nízkému čistému zisku a zvyšující se hodnotě vlastního kapitálu, není rozdíl ROE a R_E pro druhou fázi kladný.

Jelikož se při použití výnosových metod ocenění vychází z dlouhodobého finančního plánu, u něhož existuje riziko, že dosažené výsledky se budou od těch plánovaných lišit, byla u obou metod provedena citlivostní analýza, jejímž cílem bylo zjistit vliv změny vstupních parametrů na výslednou tržní hodnotu vlastního kapitálu společnosti. Prostřednictvím analýzy citlivosti u metody DCF-Equity bylo zjištěno, že pro vlastníky společnosti by bylo výhodné, kdyby současně poklesly náklady vlastního kapitálu a vzrostla výše volných peněžních toků, v tomto případě by bylo tržní ocenění vlastního kapitálu nejvyšší.

U metody EVA-Equity byl analýzou citlivosti zkoumán zejména vliv změn čistého zisku, účetní hodnoty vlastního kapitálu a nákladů vlastního kapitálu. Zde bylo zjištěno, že největší měrou se na změně tržní hodnoty vlastního kapitálu podílí účetní hodnota vlastního kapitálu.

Na základě výsledků zjištěných pomocí obou těchto metod je možno konstatovat, že předpokládaná tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti FINIDR, s.r.o. by se měla pohybovat v rozmezí 160 161 tis. Kč až 174 522 tis. Kč. Tuto hodnotu by měli obdržet vlastníci společnosti, pokud by nedošlo ke změně žádné z plánovaných veličin.

5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty společnosti FINIDR, s.r.o., která je největším výrobcem knižních publikací v České republice a současně patří mezi přední výrobce knih v pevné a měkké vazbě v Evropě. Ocenění bylo provedeno k 1. 1. 2013 prostřednictvím dvoufázových výnosových metod DCF a EVA na bázi equity, a to v souvislosti se vstupem nového společníka do společnosti.

Diplomová práce je, kromě úvodu a závěru, rozdělena do tří kapitol. Druhá kapitola byla z důvodu seznámení se s danou problematikou věnována teoretickým východiskům oceňování podniku, na jejichž základě bylo ocenění podniku provedeno.

V rámci třetí kapitoly byla nejprve uvedena stručná charakteristika oceňovaného podniku. Následně byla provedena strategická analýza, kdy byl na základě analýzy makroprostředí a mikroprostředí zkoumán výnosový potenciál společnosti. Z výsledků analýzy makroprostředí vyplývá, že by mělo docházet k postupnému ožívování ekonomické aktivity v zemích EU, což by se mělo projevit v plánovaném růstu tržeb společnosti. Na základě analýzy mikroprostředí, je možno konstatovat, že hlavním faktorem, který bude ovlivňovat tržby v oblasti polygrafického průmyslu, bude zvyšující se počet prodejů elektronických knih. Tato skutečnost je tedy promítnuta do prognózy tržeb společnosti. Na základě vypracované finanční analýzy, lze hodnotit finanční situaci společnosti FINIDR, s.r.o. jako dobrou. Pozitivně lze hodnotit zejména dosažené výsledky ukazatelů rentability, které mnohdy převyšují průměrné odvětvové hodnoty. Za negativní je však potřeba označit vývoj ukazatelů likvidity, jelikož dosažené hodnoty byly vždy pod hranicí doporučeného rozmezí. Rovněž pravidlo solventnosti nebylo v průběhu sledovaného období dodrženo. V závěru třetí kapitoly byla sestavena SWOT analýza, kde se ukázala převaha silných stránek společnosti, což by mělo mít příznivý vliv na její budoucí vývoj.

Třetí kapitola byla zaměřena na samotné stanovení tržní hodnoty společnosti FINIDR, s.r.o. Nejprve bylo potřeba sestavit dlouhodobý finanční plán, který je nezbytným podkladem pro ocenění prostřednictvím výnosových metod. Dále byly s použitím modelu CAPM stanoveny náklady na vlastní kapitál. Pomocí dvoufázových výnosových metod ocenění DCF-Equity a EVA-Equity, byla zjištěna tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti. Výsledky získané použitím obou metod byly následně podrobeny analýze citlivosti pro případ, že by došlo ke změně důležitých vstupních parametrů.

Tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti zjištěná prostřednictvím metody diskontovaných peněžních toků DCF-Equity činí 160 161 tis. Kč. Metodou ekonomické přidané

hodnoty EVA-Equity bylo dosaženo o něco vyšší tržní hodnoty vlastního kapitálu, a to 174 522 tis. Kč. Je zřejmé, že takto zjištěné hodnoty jsou nižší, než hodnota vlastního kapitálu zachycená v účetnictví k datu ocenění. Vzniklé rozdíly jsou dány zejména skutečností, že v rámci výnosových metod se vychází z tržního ocenění, které se může od nominálních účetních hodnot značně lišit. Výsledné ocenění vlastního kapitálu bylo rovněž ovlivněno nižší hodnotou FCFE ve druhé fázi, a to především díky vysokým splátkám úvěrů, které souvisejí s plánovanou modernizací výrobních zařízení v roce 2016. Společnost navíc díky nízkému čistému zisku a zvyšující se hodnotě vlastního kapitálu, vykazuje zápornou hodnotu EVA pro druhou fázi, což není příznivé.

Seznam použité literatury

a) knižní publikace

- [1] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran ov Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. USA: John Wiley & sons, 2006. 696 s. ISBN 978-0471751212.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6
- [3] GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční plánování a analýza podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [4] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [5] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.
- [6] KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- [7] KNÁPKOVÁ, A., D. PAVELKOVÁ a K. ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. 236 s. ISBN 978-80-247-4456-8.
- [8] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [9] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2. aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.
- [10] SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

b) Internetové zdroje

- [11] Bundesverband Druck und Medien. *Die deutsche Druckindustrie im Überblick* [online]. 2013 [cit. 2013-12-30]. Dostupné z: <http://www.bvdm-online.de/Zahlen/index.php>
- [12] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *ARADY* [online]. 2014 [cit. 2014-02-01]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>
- [13] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Aktuální prognóza ČNB* [online]. 2014 [cit. 2014-02-12]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/

- [14] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. ČNB: *Zpráva o inflaci I/2014* [online]. ČNB, 2014 [cit. 2014-02-18]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_I/index.html
- [15] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Makroekonomické údaje* [online]. 2014 [cit. 2014-02-07]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/statistiky>
- [16] DAMODARAN ONLINE. *Levered and Unlevered Betas by Industry* [online]. 2014 [cit. 2014-03-02]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [17] DAMODARAN ONLINE. *Risk Premiums for Other Markets* [online]. 2014 [cit. 2014-03-02]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [18] EUROSTAT. *Statistic Database* [online]. 2014 [cit. 2014-02-07]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>
- [19] EUROPEAN COMMISSION. EC: *European Economic Forecast Winter 2013* [online]. EC, 2013 [cit. 2014-01-23]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2013/pdf/ee1_en.pdf
- [20] FINIDR, s.r.o. *Historie* [online]. 2013 [cit. 2013-12-27]. Dostupné z: <http://www.finidr.cz/01-historie-spolecnosti.php>
- [21] KURZY. *Průměrné kurzy od ČNB, euro* [online]. 2014 [cit. 2014-01-27]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie/EUR-euro/2013/>
- [22] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA* [online]. 2013 [cit. 2013-12-21]. Dostupný z: <http://www.mpo.cz/cz/infa-cznace.html>
- [23] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. MPO: *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2012* [online]. MPO, 2013 [cit. 2014-01-02]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument144063.html>
- [24] PATRIA. *Dluhopisy* [online]. 2014 [cit. 2014-03-02]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/kurzy/online/dluhopisy.html>
- [25] PwC. *Global entertainment and media outlook: 2015 – 2017* [online]. 2014 [cit. 2014-01-26]. Dostupné z: <http://www.pwc.com/gx/en/global-entertainment-media-outlook/segment-insights/consumer-and-educational-book-publishing.jhtml>
- [26] VEŘEJNÝ REJSTŘÍK A SBÍRKA LISTIN. *Výroční zprávy společnosti FINIDR, s.r.o.* [online]. 2013 [cit. 2013-12-18]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-dotaz?dotaz=finidr>

- [27] Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník [online]. 2014 [cit. 2014-03-10]. Dostupné z:
<http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/>

Seznam zkratk

Δ – změna

3M – tři měsíční

ang. - anglicky

A – aktiva

APM – arbitrážní model oceňování

APV – adjusted present value

β^L – beta koeficient zadlužené firmy

β^U – beta koeficient nezadlužené firmy

BV_A – účetní hodnota aktiv

BV_E – účetní hodnota vlastního kapitálu

C – kapitál

CAPM – model oceňování kapitálových aktiv

CZ – cizí zdroje

CZ_D – dlouhodobé cizí zdroje úročené

CZ_K – krátkodobé cizí zdroje

ČNB – Česká národní banka

ČPK – čistý pracovní kapitál

ČR – Česká republika

ČSÚ – Český statistický úřad

CZ-NACE – klasifikace ekonomických činností

D – úročený cizí kapitál

DCF – diskontované peněžní toky

DDM – dividendový diskontní model

DIV – dividenda

DM – dlouhodobý majetek

E – vlastní kapitál

$E(R_E)$ – očekávaný výnos vlastního kapitálu

$E(R_M)$ – očekávaný výnos tržního portfolia

EAT – zisk po zdanění

EBT – zisk před daněmi

EBIT – zisk před úroky a daněmi

EVA – ekonomická přidaná hodnota

EU – Evropská unie
FCFD – volné peněžní toky pro věřitele
FCFE – volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF – volné peněžní toky do firmy
FCFF_U – volné peněžní toky do firmy (nezadlužené)
fin – finanční
g – tempo růstu
HDP – hrubý domácí produkt
INFA - Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů
INV - investice
IVS – International Valuation Standards
KBÚ – krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci
kr – krátkodobý
KZ – krátkodobé závazky
MF – Ministerstvo financí
MVA – tržní přidaná hodnota
NOPAT – operační výsledek hospodaření
OA – oběžná aktiva
OP – opravné položky
ost. - ostatní
PH – pokračující hodnota
PRIBOR – Prague InterBank Offered Rate
R – diskontní míra
R_D – náklady dluhu
R_E – náklady na vlastní kapitál
R_F – bezriziková sazba
R_U – náklady nezadlužené firmy
ROA – rentabilita aktiv
ROCE – rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE – rentabilita vlastního kapitálu
ROS – rentabilita tržeb
soc. - sociální
SWOT – Strengths, Weaknesses, Opportunities, Weaknesses
SZ – sociální zabezpečení

t – sazba daně

T – tržby

TS – daňový štít

\dot{U} – nákladové úroky

V_A – hodnota podniku jako celku

V_E – hodnota vlastního kapitálu

VH – výsledek hospodaření

VK – vlastní kapitál

$V\dot{Y}N$ - výnosy

$WACC$ – náklady na celkový kapitál

X – nezávislá proměnná

Y - závislá proměnná

ZP – zdravotní pojištění

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 25. dubna 2014



Adéla Prachovská

Seznam příloh

Příloha č. 1 – Rozvaha společnosti FINIDR, s.r.o. za období 2008 - 2012 (v tis. Kč)

Příloha č. 2 – Výkaz zisku a ztráty společnosti FINIDR, s.r.o. za období 2008 – 2012
(v tis. Kč)

Příloha č. 3 – Horizontální analýza rozvahy

Příloha č. 4 – Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Příloha č. 5 – Vertikální analýza rozvahy (v %)

Příloha č. 6 – Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty (v %)

Příloha č. 7 – Rozklad ukazatele ROE logaritmickou metodou

Příloha č. 8 – Rozklad ukazatele ROE funkcionální metodou

Příloha č. 9 – Plánovaný výkaz zisku a ztráty společnosti FINIDR, s.r.o. (v tis. Kč)

Příloha č. 10 – Plánovaná rozvaha společnosti FINIDR, s.r.o. (v tis. Kč)

Příloha č. 11 – Regresní analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty